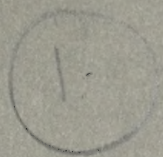


Digitized by the Internet Archive
in 2022 with funding from
University of Toronto

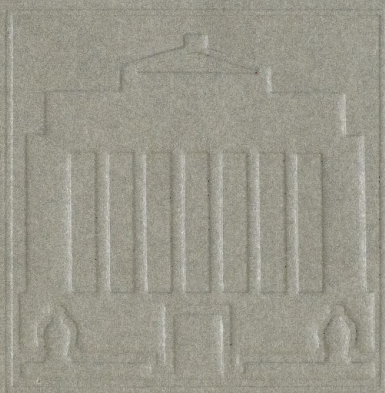
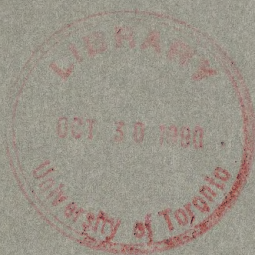
<https://archive.org/details/31761114669294>

CA1
FN 73
- A55

Publication



Bank of Canada



Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1989

Bank of Canada

Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1989

Bank of Canada

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-20-289

CN ISSN 0067-3587

Printed in Canada

Bank of Canada · Banque du Canada

John W. Crow
Governor - Gouverneur

Ottawa K1A 0G9

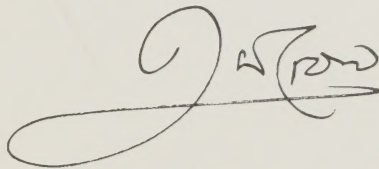
28 February 1990

The Hon. Michael H. Wilson, P.C.
Minister of Finance
O t t a w a

Dear Mr. Wilson,

In accordance with the provisions of the Bank of Canada Act, I am submitting my report for the year 1989 and a statement of the Bank's accounts for this period, signed and certified in the manner prescribed in the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'J. W. Crow', with a large, sweeping loop at the end.

BANK OF CANADA

REPORT OF THE GOVERNOR – 1989

GENERAL OBSERVATIONS	7
ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS	
Demand, economic activity and inflation	13
Monetary and financial developments	21
International developments	29
BANK OF CANADA OPERATIONS	
Bank of Canada monetary policy operations	35
Management of government debt and cash balances	37
Foreign exchange operations	41
Note issue, debt service and banking operations	45
APPENDIX TABLES	49
FINANCIAL STATEMENTS	61
BOARD OF DIRECTORS	69
SENIOR OFFICERS	70
REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES	71

GENERAL OBSERVATIONS

In the past year monetary policy in Canada has attracted a great deal of commentary. Accordingly, before reviewing Bank of Canada actions in any detail, it is worth spending a moment discussing what monetary policy is basically about.

Monetary policy has above all to do with controlling the pace at which money is created. It is also an instrument of public economic policy. So this control should be used to make the best contribution monetary policy can to the effective functioning of the Canadian economy.

The unique contribution that monetary policy can consistently make to good economic performance is to ensure that Canadians can conduct their economic affairs with the benefit of a money that they trust. This means that monetary expansion needs to be limited so that money will retain its value – that is, its purchasing power.

This is important because we have a monetary economy. In other words, our economy depends crucially on money in order to function. Such an economy will clearly operate better if its citizens retain confidence in the money they use, whether they consume, save, or invest.

One reason why it is difficult to achieve monetary stability, or in other words price stability, is that faster money creation promises, on the surface, to be a painless way of generating the additional income and spending for which there is always a strong demand. Inflationary monetary policy seems painless because the damage that it causes to the economic fabric tends to show up with a lag, and even then the damage is generally corrosive rather than abrupt. No individual or group, except of course with hindsight the monetary authority, can be pinpointed as being the cause of this damage.

In practising monetary policy, it is necessary of course to make all kinds of judgments. Such considerations as how best to gauge whether monetary policy is on the right track, by

what particular means it exerts its effects on financial markets and on the economy, and how monetary policy might interact with other economic policies, both here and abroad, are important issues for analysis and discussion. The Bank of Canada contributes through a variety of channels to the necessary exchange of information and ideas in this area, and, as is usual, this Report reviews aspects particularly relevant to developments over the past year. However, the point to underline here is that the truly lasting benefit that monetary policy can provide to the economy is to preserve the value of money. Therefore, in judging the appropriateness of particular monetary policy actions, it is essential to keep this objective clearly in view.

The economic environment and monetary policy actions

Details on economic developments, both international and domestic, are provided later in this Report. Here, however, some important aspects are highlighted.

First, as regards the world economy, there was some shift in the thrust of economic activity among the leading industrial nations. While the advance in production in North America slowed, as economic policy responded to tight supply conditions and to stronger inflation pressures arising from earlier rapid gains in economic activity, considerable economic vigour was evident in Japan and much of Europe. The Japanese economy has shown a remarkable ability to adapt from an export-led economy to one whose focus is more on the expansion of domestic demand. In much of Europe, the transformation of activity and expectations from the doldrums of a few years ago is linked in large part to the quickening of anticipations regarding 'Europe 1992'. Recent events in Eastern Europe have added an additional element to prospects for economic expansion.

In this context, it is also worth noting that throughout the industrial world far greater attention is paid now than even a few years ago to structural policies designed to enhance the ability of an economy to increase the supply of goods and services demanded of it. Furthermore, those policies – whether involving privatization, the removal of adverse tax incentives, the easing of barriers that limit international trade or promote monopoly power, to cite some leading aspects – should now begin to pay off in terms of improved potential for economic growth and the improved ability to cope with adverse economic shocks.

However, the additional output generated by a better supply performance is by no means unlimited, and by no means dispenses with the need to keep demand in balance with supply. Indeed, in Europe and Japan inflation pressures have intensified as demand has surged. Short-term interest rates have increased appreciably in those countries as monetary policies addressed those pressures, and longer-term rates have also risen in response to the turn in market expectations. More recently, longer-term rates have also gone up in the United States.

Within Canada the pace of economic activity shifted somewhat across regions. A notable pickup in large parts of the West was counterbalanced by a slower advance in the centre of the country, including a moderate easing of the particularly severe pressures on production capacity in southern Ontario. In the Atlantic provinces, growing evidence of the scarcity of fish stocks and consequent threat to the jobs that depend on them brought into further relief some of the deep-seated problems of economic structure in this region.

The fact that Canada has a unified financial market, that funds cannot be tied up in one region or industry and that savers and investors are free to seek the best use of their resources across the country, seems now to be better recognized. This freedom, crucial to efficient national economic development, also means that the scope of monetary policy is of necessity national. There is not, and cannot be, any regional management of monetary expansion. Accordingly, in making decisions about monetary policy the Bank of Canada focusses on national economic conditions. ‘National econ-

omic conditions’ is a comprehensive term. Every region, every industry, is included, and it is on this basis that judgments in implementing monetary policy are made.

In reviewing the Bank’s policy actions, let me begin by noting that total spending in the Canadian economy, which had been expanding at a pace too fast to be healthily sustained, increased in 1989 at a somewhat more moderate pace than in 1988. But despite this welcome moderation in spending, to an increase of about 7 per cent, Canada’s underlying inflation performance deteriorated in 1989, reflecting the fact that the level of demand pressures in the economy remained strong. With the persistent overall tightness in product and labour markets, cost increases accelerated through the year. The trend of consumer price inflation was also up, to 5 per cent in 1989 from 4 per cent earlier. Moreover, inflation pressures picked up in all regions and became more evenly distributed across the country – a clear indication of the national dimension of the problem. Bank of Canada actions were addressed to resisting, moderating and turning around those pressures.

The financial aggregates to which the Bank of Canada pays closest attention provided further evidence of strongly maintained spending in the economy. The monetary aggregates M2 and M2+ registered persistently strong expansion in 1989. As discussed later in this Report some of this growth needs to be discounted, but even when this discount is made, monetary expansion exceeded 10 per cent. Total business and household credit continued to expand at double-digit rates. In the case of households, the demand for mortgage credit was exceptionally strong, rising by 15 per cent. With advances of this size, it would be difficult to contend that the Canadian economy was faced with a shortage of money or credit.

In these circumstances, a policy aimed at achieving moderate monetary expansion has meant pressure on monetary conditions. Short-term interest rates rose by about 1¼ percentage points in early 1989, and held relatively steady through the balance of the year. With U.S. short-term interest rates trending down from March, strong Bank of Canada action in money markets was required at times to underscore that Canadian monetary conditions need to reflect first and

foremost the financial and economic situation that exists in Canada.

It was against this background that the Canadian dollar appreciated further. In particular, by the end of 1989 it had risen by some 3 per cent against the U.S. dollar.

Among all the specific aspects of monetary policy, the relationship between Bank of Canada actions and the exchange rate has perhaps attracted most attention and critical comment in the past year. Accordingly, in the next section of these remarks I want to review at some length the operation of Canadian monetary policy with particular focus on the openness of Canada to the world economy.

But just before doing that, it is useful to register that even though the trend of inflation in Canada has accelerated in the past couple of years, the prices of our imports, which account for approximately a quarter of all spending by Canadians, are in fact slightly lower than two years ago. This decline is in very large measure attributable to the appreciation of our currency over the past few years. And as a plain matter of economic arithmetic, if this appreciation had not occurred the prices paid by Canadians would have risen still faster than they did. What this way of looking at our situation underscores is that, since the inflation coming from domestic forces driving up our costs and prices was offset in part by the drop in import prices, those domestic inflation forces must have been very powerful indeed.

Monetary policy and the open Canadian economy

Canada has a flexible exchange rate regime. This means that the international value of the Canadian dollar fluctuates in accordance with variations in the supply and demand for it. Much of the criticism levelled at the Bank of Canada in 1989, particularly by exporters, appeared to stem from a view that, with this exchange rate regime, monetary policy had an inappropriate impact on the Canadian dollar, letting it fluctuate sharply upward. It is in this light that I want to look at what this regime does and does not imply for monetary policy, first more generally and then in the specific context of the past year.

Monetary policy actions are by no means

the only factor affecting the exchange rate, but those actions, through their impact on short-term interest rates, are bound to have an effect on the exchange value of the currency. In fact, and this perhaps needs emphasizing, it is through those financial market channels – interest rates and the exchange rate – that monetary policy exerts its necessary influence on total dollar spending in the economy, and consequently on the overall degree of inflation pressure.

Another important influence on the Canadian dollar over the years has been shifts in our international terms of trade – the prices we receive on average in world markets for our exports compared to those we pay for our imports. It is a demonstrated fact that because we are a major producer of industrial and agricultural commodities, whose world prices are subject to considerable swings over extended periods, our terms of trade do fluctuate appreciably. They went down about 10 per cent in the first part of the 1980s before rising equally sharply over 1987 and 1988. The rise in these latter two years was an important element behind the strengthening of the external value of the Canadian dollar over that period. Furthermore, exchange rate movements in response to such swings in the terms of trade constitute a kind of economic buffer. As is described in a later section of this Report, they help to spread the impact of a shift in the terms of trade across the economy.

A flexible exchange rate regime can in these ways provide important benefits for national economic management. What it does not do is provide an excuse for following a monetary policy that is inflationary.

With a flexible exchange rate, it might seem from some points of view that a good approach to monetary policy is to make sure that it is always sufficiently expansionary to lessen or even entirely avoid any tendency for the currency to appreciate in response to improving world conditions for our export trade (as was in fact the tendency for Canada in 1987 and 1988), and to help the currency to depreciate in order to offset any potential loss of export competitiveness when there is any strong inflation of domestic costs (as happened here in 1989). However, a monetary policy that is directed in this way has surrendered control over monetary expansion.

And it has surrendered this control for no useful purpose. Such a policy is guaranteed to unleash inflation, and this is what in fact has happened whenever and wherever it has been tried. The export sector, much less the rest of the economy, is not helped by a monetary policy that throws away the compass with regard to control of domestic costs, even if the exchange rate slides to offset the continuous pressure on export price competitiveness. There is nothing in this inflationary policy that promotes productive efficiency, which is at the heart of a competitive economy. Indeed, such a policy, because of the damage it does to our money, would make us less productive.

There is a global perspective as well. National policies which do not resist inflation, and which look to exchange rate depreciation to keep exporters competitive, hinder rather than help the expansion of the world economy. For international trade to flourish, with all the economic benefits that this brings, what is wanted is as much general exchange rate stability as is reasonably possible. How much stability is reasonable will depend importantly on the degree to which nations differ in terms of economic structure, and this can be the subject of much debate. But in any case, as we learned in the 1970s, inflationary national policies make even any semblance of international exchange rate stability a complete non-starter.

As regards the specific situation of the past year, the criticism that seemed to be expressed most often concerning monetary policy was the following. By allowing a widening of the differentials by which Canadian short-term interest rates exceeded comparable U.S. interest rates – holding up Canadian short-term rates as U.S. rates were declining – monetary policy was being inappropriately tight. It was argued that the policy was especially inappropriate because it put upward pressure on the exchange value of the Canadian dollar, which in turn squeezed the competitive position of Canadian industries.

As was pointed out earlier in these opening observations, the essential situation facing monetary policy has been that spending in the Canadian economy has been too high, giving rise to progressively stronger pressures on inflation. Those pressures have been distinctly

greater in Canada than in the United States. So, simply on the basis of a comparison of the pressures on inflation, actions to limit the pace of monetary expansion and demand expansion in Canada implied Canadian short-term interest rates appreciably higher than those in the United States. This difference in interest rates was indeed an element in the rise in the value of the Canadian dollar against the U.S. dollar during 1989.

Accordingly, bearing in mind the way monetary policy necessarily operates, the criticism that it has been putting too much pressure on interest rate differentials and the exchange rate must then come from a belief that monetary policy has gone too far in fighting inflation.

The crucial weakness with this argument, as has already been noted and as will be discussed elsewhere in this Report, is that the evidence does not support it. In 1989 the momentum of inflation in Canada, and above all, the inflation that is made in Canada, was in an upward direction – in other words away from, not towards, price stability.

With respect to conditions in money and exchange markets it may however be noted that, other things being equal, demand restraint through fiscal policies, at whatever level of government – or, for that matter, a moderation of private spending forces – helps to ease the pressures of an anti-inflationary monetary policy on short-term interest rates and the exchange rate.

Concerns have also been expressed regarding the role of the exchange rate in the widening during 1989 of the current account deficit of Canada's balance of payments. Our current account can be expected to vary with shifts in cyclical economic conditions. Recently, an important element driving up imports has been the exceptional pace of domestic spending, and in particular the strength of business investment in machinery and equipment, which has a high import content. However, what will essentially determine how the Canadian current account performs across the years will not be the precise stance of monetary policy, but the extent to which Canada can generate its own private and public savings to match its demand for investment. How to generate those savings is not an issue that can be tackled through monetary

policy, which has to do essentially with the inflation component of total dollar national income rather than with how much of that income is saved.

A similar point is in order regarding the broad world scene. The initiatives for economic co-operation and co-ordination across major industrialized countries, including Canada, have as their immediate objective the easing of the present international imbalances in trade and payments. In order to mitigate the imbalances of spending and saving that are the origin of those international imbalances of trade and payments, the focus has rightly been on what can be done through fiscal policies and policies relating to economic structure, and not on monetary policies. These international imbalances cannot be erased by greater stimulus from monetary policies.

In concluding this section, it hardly needs emphasizing that the fact that our economy is closely linked to the world economy through both trade and capital flows adds a major element of complexity to national financial policy. The exchange rate is clearly a very important price for Canadians. In managing our economic affairs we are bound to be sensitive to the effects of fluctuations in the international value of our currency on demand, on inflation, and on incentives to export.

Developments at the beginning of 1990 are a good illustration of how the exchange rate matters. With some signs of moderating demand pressures that were expected to become more pronounced in the period ahead, the Bank of Canada undertook in mid-January to encourage some monetary easing of a very limited nature. However, the sharp drop in the exchange value of the Canadian dollar in response to a small decline in short-term interest rates meant a rather substantial easing of overall monetary conditions – that is, the combined effect on demand of a change in short-term interest rates and in the exchange rate. At the same time, the decline in the Canadian dollar, because it contributes directly to an increase in the prices paid by Canadians, also carried with it a more direct risk of worsening the inflation climate. Given the degree of easing that such an exchange rate movement implied, the Bank needed to take offsetting action and to ensure that the movement in

the currency did not begin to snowball. The danger in such an exaggerated movement was that it would prevent the progress in improving Canada's inflation performance that is the foundation of monetary policy.

As a result of the Bank's actions in money markets, short-term interest rates moved back up, and at the end of February 1990 were at levels higher than at the end of 1989. Nonetheless, taking into account the offsetting effects of the higher interest rates and lower Canadian dollar, there appears on balance to have been some easing in overall monetary conditions in Canada.

Let me underline the broad approach to policy underlying the Bank's actions in this episode. In making judgments about monetary conditions and about any required policy actions, the Bank takes full account of the effects of exchange rate movements on the pace of spending and inflation in Canada. But in taking into account these effects, the Bank does not aim at a particular exchange rate or exchange rate range. To return to a point made earlier in these observations, with monetary policy directed towards bringing about stability in our domestic costs and prices, it is not possible or desirable to try at the same time to bring about a specific exchange rate for the Canadian dollar. Nonetheless, a monetary policy that seeks stability in the value of the Canadian dollar in Canada will also over time make the best contribution it can to stability of the Canadian dollar in international markets.

* * * * *

At the start of these remarks I emphasized the responsibility of monetary policy to provide a trustworthy monetary standard. In finishing let me add some further comments in this area.

In 1989, given the strength of the forces behind Canadian inflation, Bank of Canada actions did not result in any improvement in our inflation performance. While there have more recently been some signs of easing in the pressures on costs and prices, the extent of easing has not been very great. In the actions it undertakes in money markets, the Bank of Canada will of course continue to pay central attention to how the trend of those pressures develops.

In this regard, it is worth pointing out what

is wrong with the view that a monetary policy that fights inflation is a high interest rate policy. The problem is basically one of perspective.

It is certainly true that resisting inflationary forces by a refusal to print money to accommodate those forces will, other things being equal, put upward pressure for a time on short-term interest rates. That is the way monetary policy works. However, the real and lasting upward pressure on interest rates comes not through anti-inflationary policy but through policies that encourage or accommodate inflation. And with inflation the pressure on rates is across the board, not just on short-term rates but on medium- and long-term rates as well. An inflationary monetary policy will not contribute more than temporarily to lower interest rates because

sustained inflation, or even the mere anticipation of sustained inflation, inevitably affects the attitudes of lenders and borrowers. Lenders demand compensation through higher interest rates for the likely erosion in the value of the funds they are committing. And borrowers, because they see the same inflationary prospects, are prepared to pay up without curbing their demand for funds. There are plenty of examples of this reaction both in our own recent history and in other countries.

An anti-inflationary monetary policy, by the confidence in our money that it generates, constitutes an essential investment in low interest rates. The Bank of Canada is aiming to promote that confidence.

ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS

Demand, economic activity and inflation

By the end of 1988 the Canadian economy had expanded to the point where aggregate demand was straining available supply and inflation pressures were escalating. During 1989 the advance of total spending moderated, yet because of the cumulative expansion of demand over a number of years the level of economic activity remained high and inflation pressures intensified. Indeed, Canadian consumer prices rose more rapidly in 1989 than they did in any of the previous five years, exceeding the inflation recorded in the United States and in the five major overseas economies as a group. Within Canada, rates of inflation across the country converged substantially during 1989.

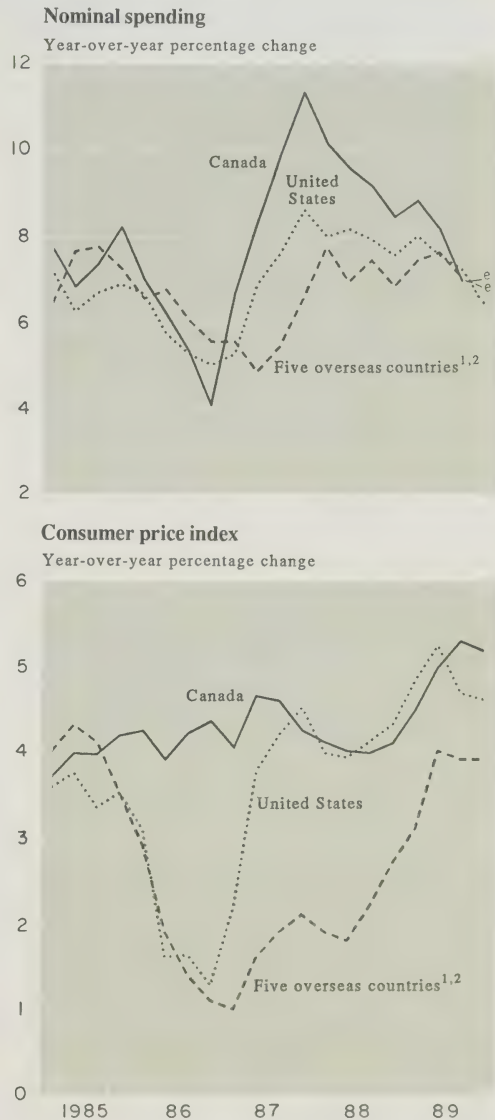
Demand and economic activity

Total dollar spending is estimated to have increased by about 7 per cent during 1989, down from 8½ per cent during 1988. This lower increase reflected more moderate expansion in the volume of aggregate demand, which rose by about 2¼ per cent compared to 4 per cent the previous year. While the slowing in the pace of expansion resulted in some easing in rates of resource use, both product and labour markets nevertheless remained tight in 1989.

The expansion of spending on Canadian goods and services was driven more by domestic demand and less by foreign demand than in 1988. The growth in total domestic demand in volume terms was over 4½ per cent, despite the moderating influence of higher interest rates, while export growth slowed substantially in response to slowing aggregate demand in the economies of Canada's main trading partners and a less favourable domestic competitive position. Indeed, the volume of exports declined during 1989.

Within the domestic economy, business investment provided an important stimulus to demand. Spending on machinery and equipment

International comparisons

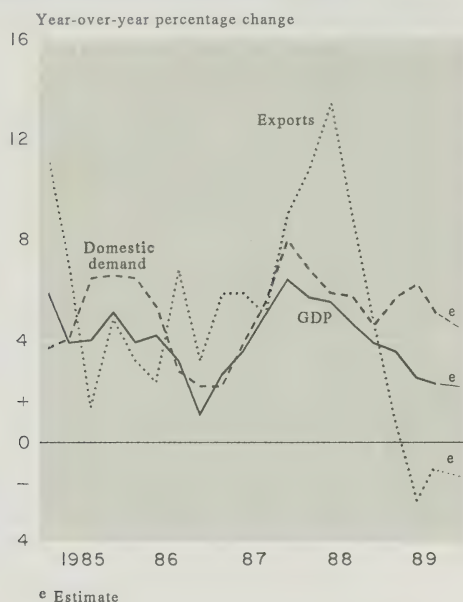


1. Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy

2. 1987 GDP/GNP weights

e Estimate

Growth in the volume of gross domestic product, domestic demand and exports

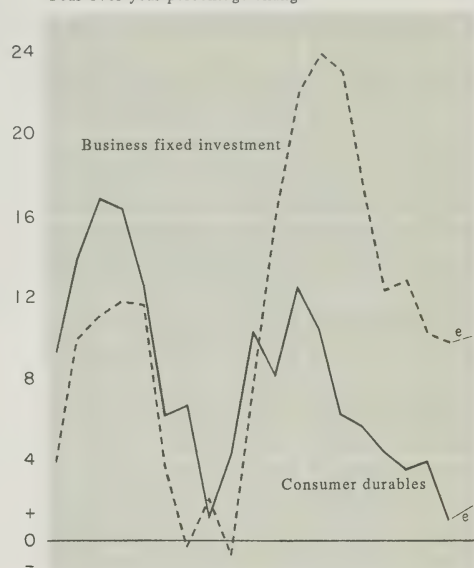


and on construction grew strongly, as firms continued to respond to high rates of capacity use, falling capital goods prices and competitive pressures in world markets. Residential investment and activity in resale housing markets softened in midyear, but recovered strongly in the second half, led by very active markets in British Columbia and Alberta. Housing starts for the year as a whole, at 215 thousand units, were down just over 3 per cent from the 1988 total, but were still at a high level and well above industry expectations.

Particularly significant in the slowing of growth in total spending was reduced demand for automobiles in North American markets. Producers had some success in sustaining sales through the year, despite the higher interest rates, with aggressive purchase incentives, but for the year as a whole vehicle sales in North America were down sharply. Canadian exports of motor vehicles and parts trended down through the year, falling almost 6 per cent in volume terms in the twelve months to December. Within Canada, the reduced demand for automobiles was the main source of slowing in consumer durable expenditures, but all major components of consumer demand advanced less

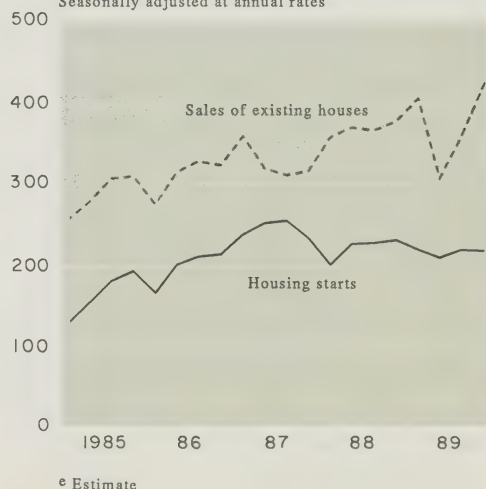
Selected indicators of household and business demand

Growth in volume of expenditures



Housing market

Thousands of units
Seasonally adjusted at annual rates



rapidly in 1989 as households tended to become more cautious about spending, raising the savings rate to about 10 per cent from just under 9¼ per cent in 1988.

Firms remained cautious concerning inventory levels. Mindful of the risks of a slowing in demand, most industries have kept stocks low and have responded quickly to any signs of weaker sales. As a result, stock-to-sales ratios remained low through 1989 and there were few signs of the buildup of inventories that has preceded and accentuated most downturns in production.

The high level of demand in the Canadian economy and lower relative prices for imported goods, resulting in large measure from the appreciation of the Canadian dollar over recent years, led to continued growth of imports. The strength of business investment spending, which has a relatively high import content, was an important contributing factor, but imports of consumer goods, other than automobiles, were also strong. The combination of lower exports and further growth in imports led to a decline in the merchandise trade surplus in volume terms. The terms of trade – the ratio of export prices to import prices – eased somewhat through the

Current account of the balance of payments

Merchandise trade

Billions of constant 1981 dollars

Seasonally adjusted at annual rates



Canadian international terms of trade

Ratio of export prices to import prices¹

1985Q1 = 100



1. Based on seasonally adjusted data

Selected balances

Billions of dollars

Seasonally adjusted at annual rates



e Estimate

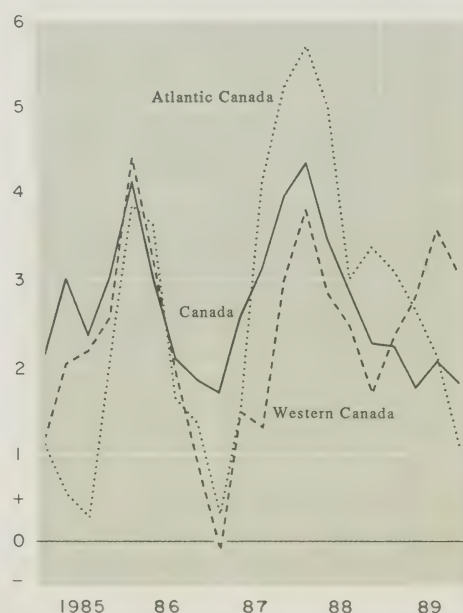
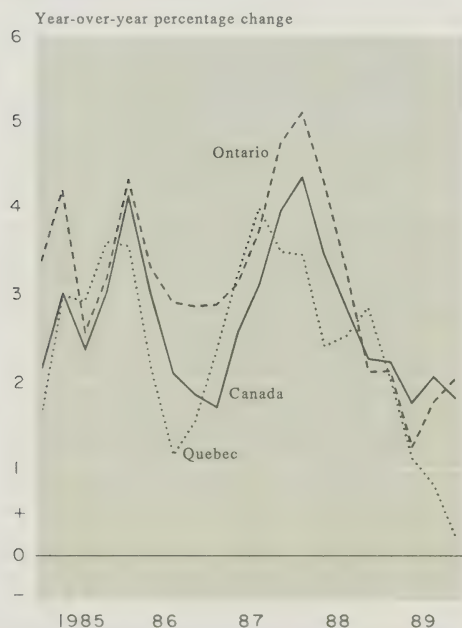
year, but from a very high level attained in the first quarter. For the year as a whole the terms of trade were well above the average for 1988, continuing the sharp advances recorded since 1986. This increase was not sufficient, however, to prevent a decline in the merchandise trade balance in current dollars. The deficit on current account also widened, in part reflecting the narrower trade surplus. It also reflected a rise in net interest payments to non-residents, which was only partially offset by a further increase in net transfers of funds into Canada by immigrants.

Labour markets remained tight in 1989 and many industries faced difficulties in finding skilled labour. The economy continued to generate growth in employment, which rose by 1½ per cent in the 12 months ending in December, but higher immigration and further increases in labour force participation, especially by women, contributed to a slightly stronger increase in the labour force. While the rate of unemployment fell to 7.3 per cent (on a seasonally adjusted basis) in June, by December the rate had risen to 7.7 per cent, just above its level at the end of 1988. In January 1990 the unem-

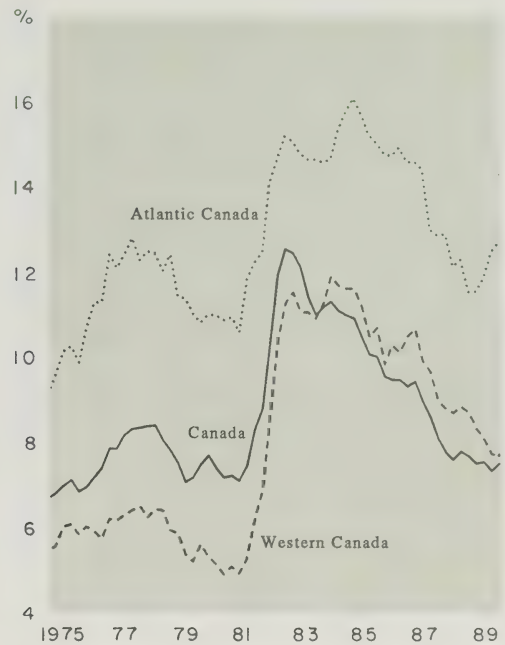
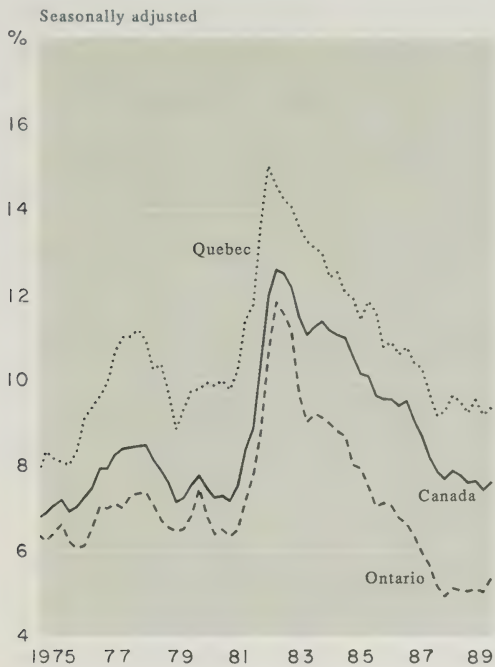
ployment rate rose to 7.8 per cent, despite strong employment growth. On a regional basis, employment growth in 1989 jumped well ahead of the national average in western Canada, but fell below it in Quebec and, towards the end of the year, in the Atlantic provinces.

The pace of economic activity across the country has varied considerably over the past several years. An important factor explaining regional variations in economic performance has been the pronounced swings in Canada's terms of trade linked to the movements in commodity prices. As noted above, the terms of trade remained at a high level through 1989. Indeed, despite some easing through the year, commodity prices remain relatively high compared to just a couple of years ago and have generated considerable income growth for those parts of the country dependent on resource-based industries. But the fact that the Canadian dollar appreciated in response to the run-up in the terms of trade provided an important mechanism for spreading the resulting economic gains to consumers and producers across the country through lower import prices, and for distributing the pressures

Growth in employment



Unemployment rate



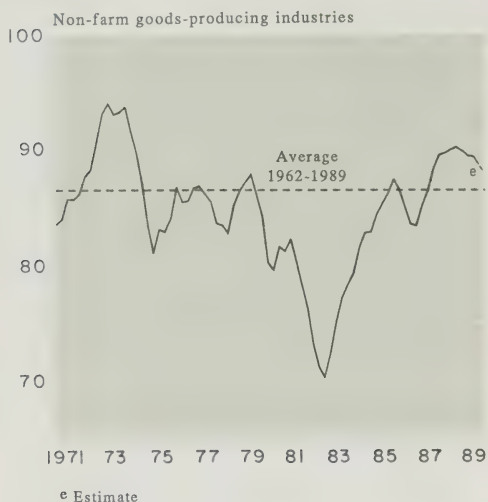
of demand on resources across markets and sectors.

Buoyed by the increased level of activity in the resource industries generally, together with strong migration from other provinces and from abroad, the economy of British Columbia surged ahead in 1989. By year-end, employment in British Columbia was almost 6 per cent above its level at the end of 1988, and unemployment had fallen almost 2 percentage points despite the large increase in the labour force. The economy of Alberta was buoyed by strong investment in resource-based manufacturing and in pipelines. In both provinces, housing market activity picked up sharply. The Prairie provinces benefited from a recovery from the drought conditions of 1988; both Saskatchewan and Manitoba recorded output growth well above the national average. Nevertheless, with low employment growth and weak consumer demand, these two economies remained subdued. The Ontario economy remained robust through 1989, but there were clear signs of slowing, especially for the automotive sector and its suppliers. Despite sharp increases in investments by the pulp and paper and the primary metals industries, the

Quebec economy slowed in response to lower consumer expenditures and a drop in residential investment. In Atlantic Canada, difficulties in the fishing and fish-processing industries contributed to a slowdown in activity. There was some variation within the region, however, as New Brunswick in particular had a relatively strong year on the basis of substantial investments in resource industries.

The moderation in the rise in output during 1989 was spread quite widely across industries, but was particularly evident for resource-based, export-oriented industries, electrical utilities, and industries affected by the slower growth of consumer demand. In contrast, construction activity continued to expand rapidly, supported by both residential and business investment spending, and agricultural production recovered from the effects of the 1988 drought. In general, capacity pressures eased somewhat. Nevertheless, for the aggregate of non-farm goods-producing industries, as well as for the manufacturing sector, the rate of use of productive capacity remained above its long-run average throughout the year.

Rate of capacity utilization



Inflation and costs

Propelled by the high level of demand pressures, Canada's inflation performance deteriorated in 1989. In December, the national consumer price index was more than 5 per cent above its level at the end of 1988. This compares with increases of about 4 per cent in each of the previous 5 years. The increase of just under 5½ per cent in the index excluding the volatile food and energy components was also above the increase recorded in 1988. In January 1990, the year-over-year increase in the overall index jumped to 5½ per cent.

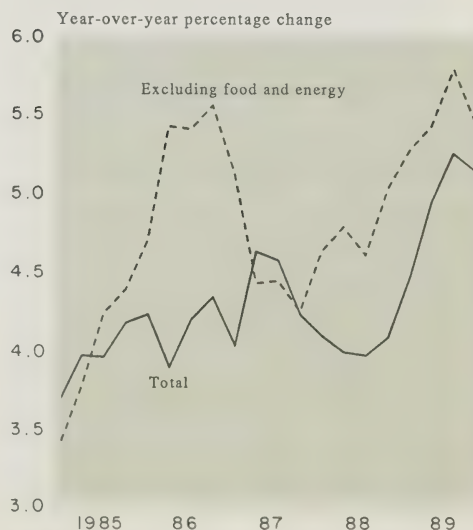
The provincial consumer price data show a marked convergence of inflation across the country in 1989. The Ontario economy again generated higher inflation than most other provinces, but the increases recorded for the western provinces were particularly sharp and by year-end had pushed the average inflation rate for those provinces slightly above that of central Canada. Indeed, for the twelve months ending in December 1989, Alberta recorded the highest rate of increase, over 6 per cent, and the rate in British Columbia climbed to virtually the same

level as in Ontario, about 5½ per cent. A surge in shelter costs, associated with strong increases in housing prices in British Columbia and Alberta, contributed to these developments. The escalation of inflation in Atlantic Canada was also marked, but the regional rate remained somewhat below the national average. Quebec recorded the lowest annual increase of consumer prices at year-end, just under 4 per cent.

Increases in indirect taxes levied by federal and provincial governments again contributed to the rise in consumer prices, but the magnitude of the effect was no greater than that experienced in 1988. Thus the increase in consumer price inflation cannot be attributed to the effects of higher indirect taxes; rather, its source was the strong underlying domestic inflationary pressures.

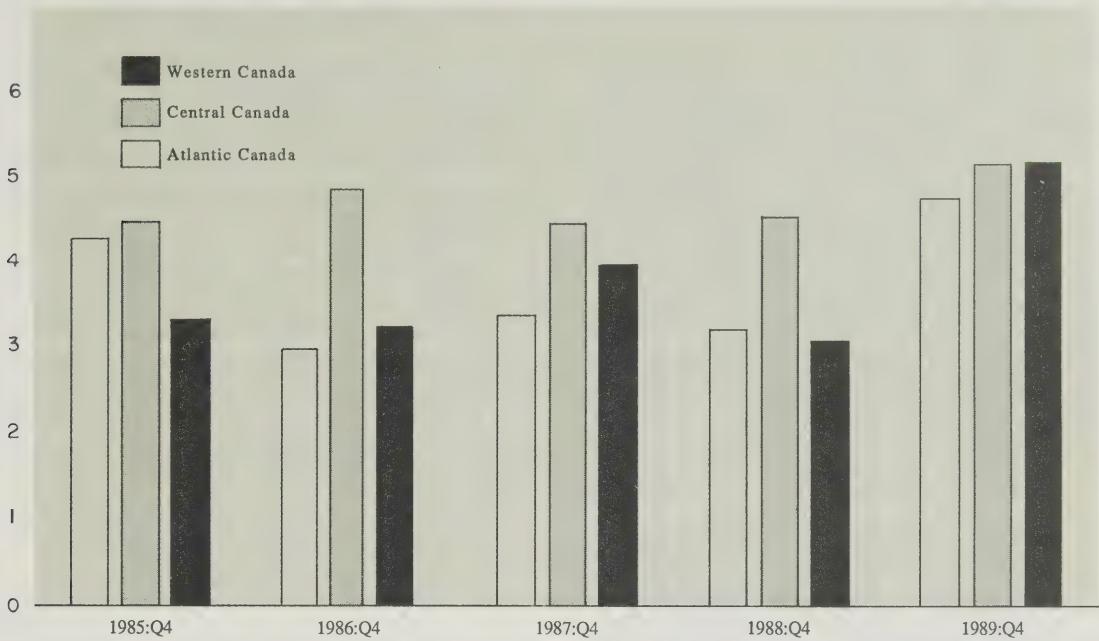
The strength of underlying domestic sources of inflation is indicated by the fact that inflationary pressures intensified in 1989 despite the presence of several moderating influences on prices of products traded internationally. The appreciation of the Canadian dollar had a significant restraining influence on the level of prices of imported goods and services (and their

Consumer price index



Consumer price index, by region

Year-over-year percentage change

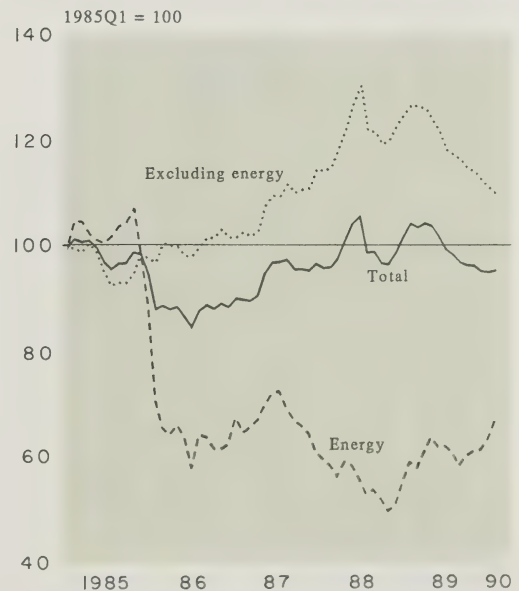


domestic substitutes). In addition, U.S. dollar prices of many of Canada's resource exports declined during 1989, reflecting the combined effect of slowing in the growth of world demand and rising supplies of commodities in response to worldwide investments in new capacity. There was as well in 1989 a further decline worldwide in prices of computers and related equipment.

The impact on prices of the appreciation of the Canadian dollar and lower export prices, together with heightened competitive pressures in product markets, squeezed profits and made it more difficult for producers to pass on rising costs.

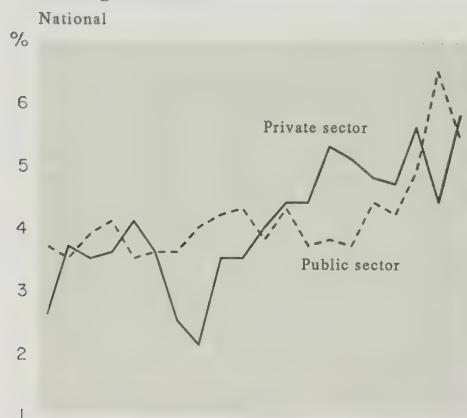
Still, in the face of continued tightness in labour markets, wage costs escalated sharply. Increases in base wage rates negotiated in 1989 averaged over 5¼ per cent, compared to under 4½ per cent in 1988. Public sector settlements rose dramatically in 1989, equalling those in the private sector for the year as a whole. Overall, settlements in central Canada continued to rise;

Bank of Canada commodity price indexes in terms of Canadian dollars



Indicators of producer costs

Effective annual wage increase in base rates for new wage settlements



Labour costs per unit of output

Year-over-year percentage change



the average for Ontario and Quebec was about 5¾ per cent in 1989 compared to just under 5 per cent in 1988. Average negotiated increases in other provinces, led by high settlements in British Columbia, escalated in the second half of 1989, almost equalling those in Ontario and Quebec. Total labour income per worker increased by over 7 per cent and, given quite weak productivity gains, unit labour costs rose sharply.

Monetary and financial developments

Financial aggregates grew vigorously in 1989. Short-term interest rates continued to rise in the first quarter, then levelled off over the balance of the year, and the Canadian dollar appreciated further. The resulting tighter monetary conditions led to favourable market expectations on the future course of inflation and contributed to a reduction in long-term interest rates.

Monetary aggregates

The monetary aggregates M2 and M2+, which are the aggregates that the Bank follows closely because of the information they provide on growth in total spending and inflation, both grew by 14 per cent from the fourth quarter of 1988 to the fourth quarter of 1989. This represented an acceleration over the corresponding growth rates of 10½ per cent and 12 per cent,

respectively, recorded in the previous year. Although these aggregates were inflated in November by low net sales of Canada Savings Bonds (CSBs), they had already posted increases at an annual rate of about 13 per cent in the first ten months of the year. The high volume of CSB redemptions in the first half appears to have had only a limited impact on the growth of M2 and M2+, since these redemptions were offset by substantial purchases of treasury bills by individuals.

The acceleration of M2 growth primarily reflects the fact that the banks' share of the deposit market did not decline further in 1989. The growth of M2+, which includes deposits at trust companies and credit co-operatives, accelerated only slightly, rising from an annual rate of 12¼ per cent in the first ten months of 1988 to

Canadian interest rates



Monetary aggregates and gross domestic product (GDP)

Billions of dollars, seasonally adjusted data



M2+:
M2 plus deposits at trust and mortgage loan companies, and
deposits and shares at credit unions and caisses populaires

M3:
M2 plus non-personal fixed-term deposits plus foreign currency
deposits of residents booked in Canada

M2:
M1 plus personal savings deposits and non-personal notice deposits

M1:
Currency and demand deposits less private sector float

Note: Growth rates are calculated as the annualized rate of change from December to October (M2 and M2+) or from the final quarter of the previous year to the current quarter (M1, M3 and GDP).

^e Estimate for the fourth quarter

almost 13 per cent in the same period of 1989. However, that still represents a sizable increase relative to the growth rate of about 9½ per cent recorded in the first ten months of the two previous years. (This period is used as a basis for comparison to discount the influence of CSB sales on these aggregates.) The rapid growth of M2 and M2+ in 1988 and 1989 reflects the accumulation of inflationary pressures resulting from the vigorous pace of total spending since 1987. If the slower growth in total spending observed in 1989 is maintained, the expansion of these monetary aggregates should also moderate.

Because of the strong growth of deposits included in M2, primarily personal savings deposits, banks relied less heavily on wholesale deposits, which are included in M3 but not in M2. Consequently, M3 grew less rapidly than M2 and M2+, although it too exceeded last year's pace, reflecting faster growth in bank loans.

The rise in short-term interest rates – more than 3½ percentage points from the first quarter of 1988 to the second quarter of 1989 – served to raise the cost of holding transaction balances that are included in M1. This led to a

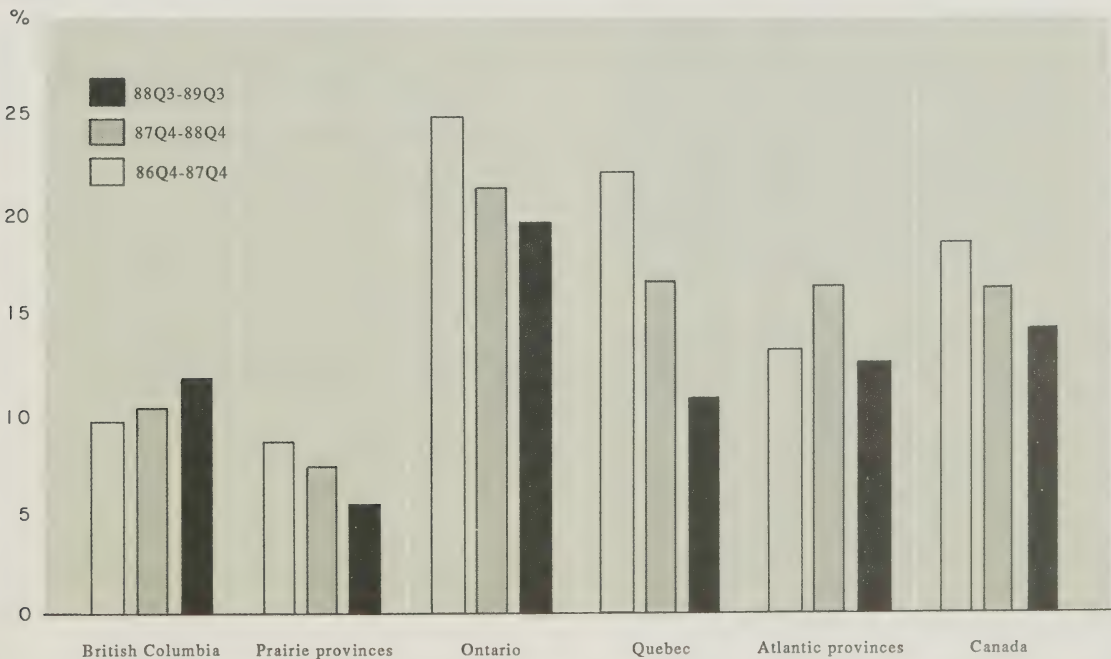
gradual decline in the growth of this aggregate relative to total spending. This decline was most noticeable in current accounts, most of which are non-interest-bearing and for which, therefore, the interest foregone is the greatest. The growth of M1 on a year-over-year basis slowed from 10¾ per cent in the fourth quarter of 1987 to 3¼ per cent in the fourth quarter of 1989.

Credit aggregates

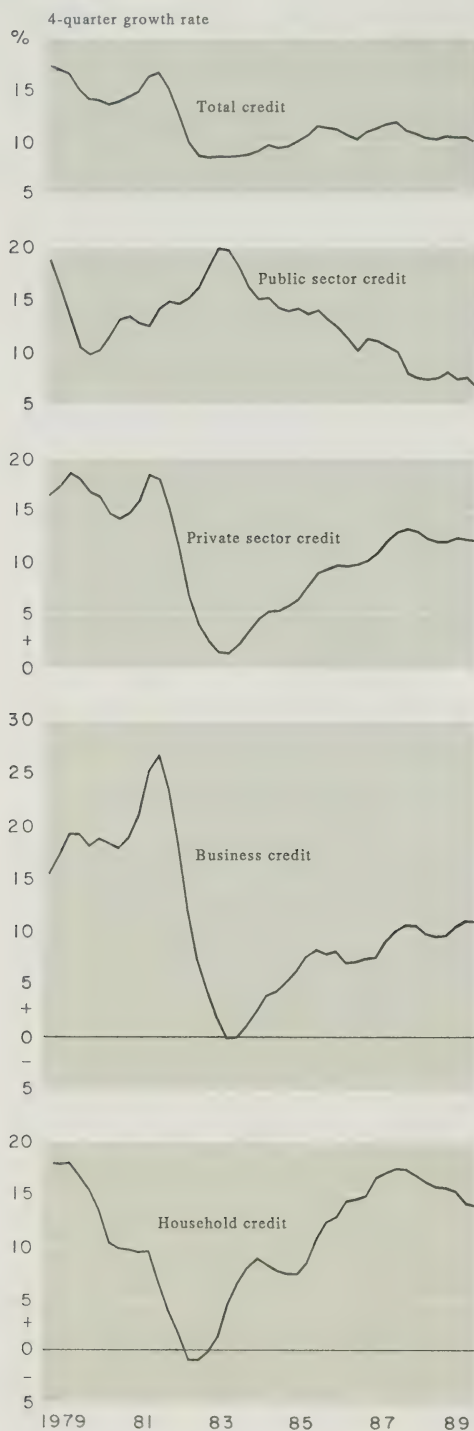
The demand for credit remained strong, particularly in the private sector where credit growth reached 12¼ per cent, on a year-over-year basis, in the fourth quarter of 1989.

After accelerating steadily from 1983 to 1987, the growth in household credit has slowed slightly over the last two years; still, at 14 per cent, it remains remarkably rapid. Driven by strong demand in the housing market and by rising house prices, mortgage borrowing rose approximately 15 per cent during 1989 – almost as fast as in the previous year. Personal loans, mainly for buying consumer goods, posted a growth rate of 11¼ per cent during 1989, compared with nearly 14½ per cent during 1988.

Household credit by region



Credit aggregates



Total public sector credit¹:
Loans extended to, and bonds and bills issued by, federal, provincial and municipal governments, and guaranteed bonds issued by provincial and municipal government enterprises

Total private sector credit:
Total business and household credit

Business credit¹:
Loans and financial leases extended to, and acceptances, commercial paper, bonds and equities issued by, non-financial businesses

Household credit:
Consumer credit and residential mortgage loans

1. Adjusted to discount the effect of exchange rate movements on foreign currency debt

Household credit¹ as a percentage of personal disposable income



This slower pace primarily reflected an easing of automobile sales. Relative to disposable income, which grew about 8 per cent during 1989, household indebtedness continued to climb rapidly. In part, the upward trend in the household debt-to-income ratio is related to demographic factors such as the changing age structure of the population and interprovincial migration. However, the major factor behind rapidly increasing household debt in recent years has been the interaction between individuals' optimism about their capacity to take on greater debt and the inflation of household assets, notably housing.

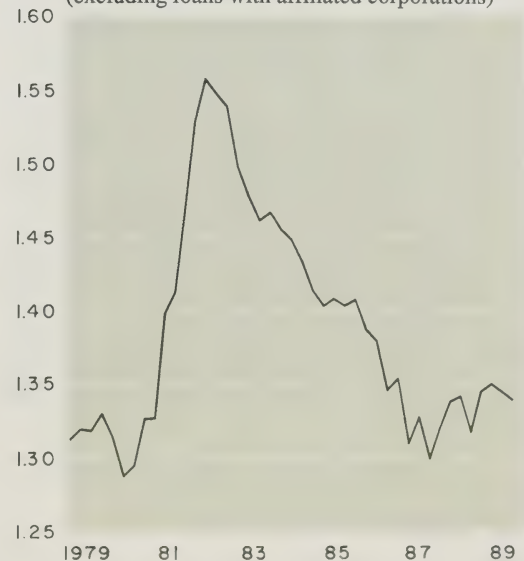
Slower growth in household credit was observed in all regions except British Columbia, where the strong demand for housing led to an acceleration in loan growth. The sharpest deceleration was in Quebec, where, as in Ontario, household credit had, in the recent past, increased faster than the national average; Alberta and Ontario recorded the least slowing.

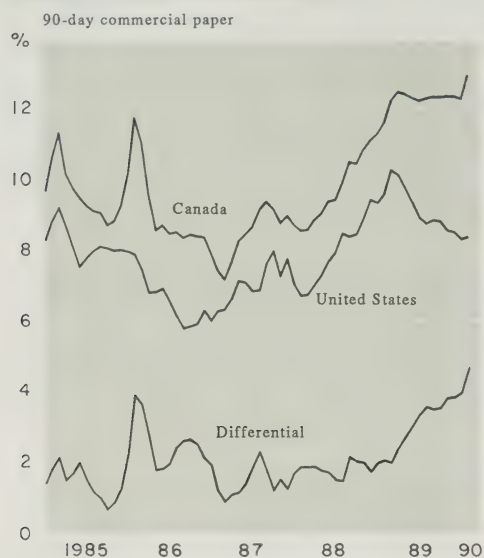
In light of strong investment spending, a large number of corporate takeovers, and falling

profits, businesses increased their reliance on capital market financing. Total credit to non-financial firms increased by 11 per cent from the last quarter of 1988 to the last quarter of 1989 – the highest growth rate since the beginning of the economic recovery in 1983. Spurred on by a rising stock market and falling long-term bond yields, stock and bond issues rebounded in 1989. In many cases these issues were used to refinance short-term paper. The debt-to-equity ratio for non-financial firms recorded a slight increase for the second consecutive year – largely attributable to the manufacturing sector. Nevertheless, this ratio remains lower than it has been for most of the past decade.

Public sector financing requirements declined in 1989, particularly for the federal government, whose requirements had been inflated by the substantial accumulation of foreign currency reserves in the Exchange Fund Account in the previous two years. The growth in public sector demand for credit moderated to 7 per cent in 1989, about the same rate of increase as for Gross Domestic Product (GDP). For the third consecutive year, total indebtedness of provincial and municipal governments grew less rapidly than GDP.

Corporate debt-to-equity ratio (excluding loans with affiliated corporations)



Canada-U.S. short-term interest rates**Interest and exchange rate developments**

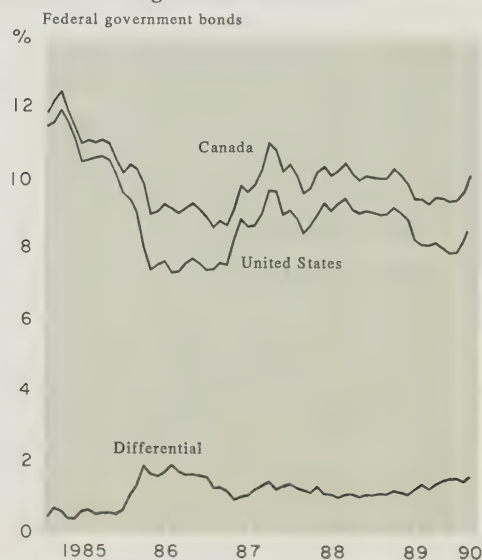
The rise in interest rates that began in the spring of 1988 continued in early 1989. After an increase of about 2¼ percentage points in 1988, short-term rates rose 1¼ points in the first quarter of 1989 and then remained stable for the rest of the year. The differential over corresponding U.S. rates widened by about 2 percentage points following a decline in U.S. rates that began in the spring. The Bank of Canada had, at times, to take a firm stand in order to prevent Canadian short-term rates from following the U.S. trend, thereby maintaining a degree of pressure on monetary conditions in Canada appropriate to the vigorous aggregate demand and credit growth.

Wider interest-rate differentials between the two countries contributed to the further appreciation of the Canadian dollar in 1989, despite some decline in commodity prices. Higher prices for commodity exports had been a major factor in the strong performance of the Canadian dollar in the two previous years. The dollar gained 3 per cent in 1989 to reach

Exchange rate and commodity prices

1. In terms of a weighted average of G-7 currencies

° Estimate

Canada-U.S. long-term interest rates

86.32 cents (U.S.) by the end of the year. Relative to G-10 currencies, the Canadian dollar appreciated by just over 4 per cent.

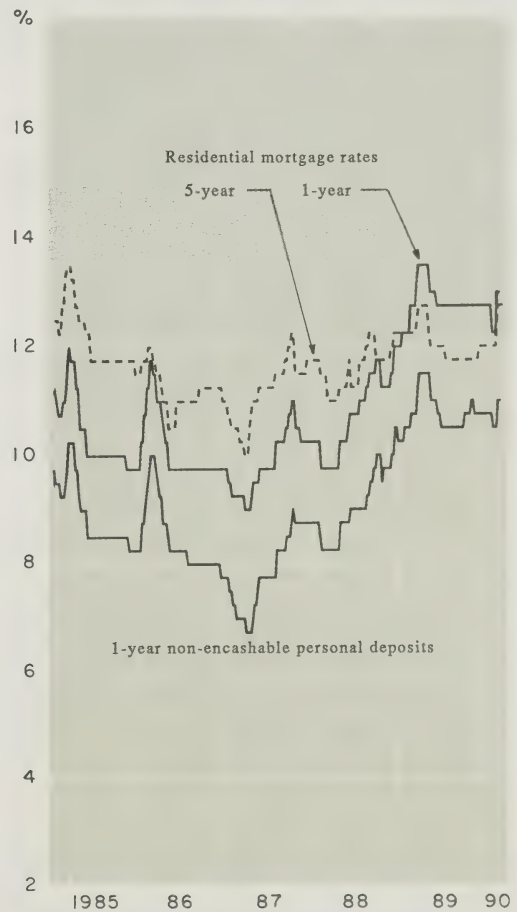
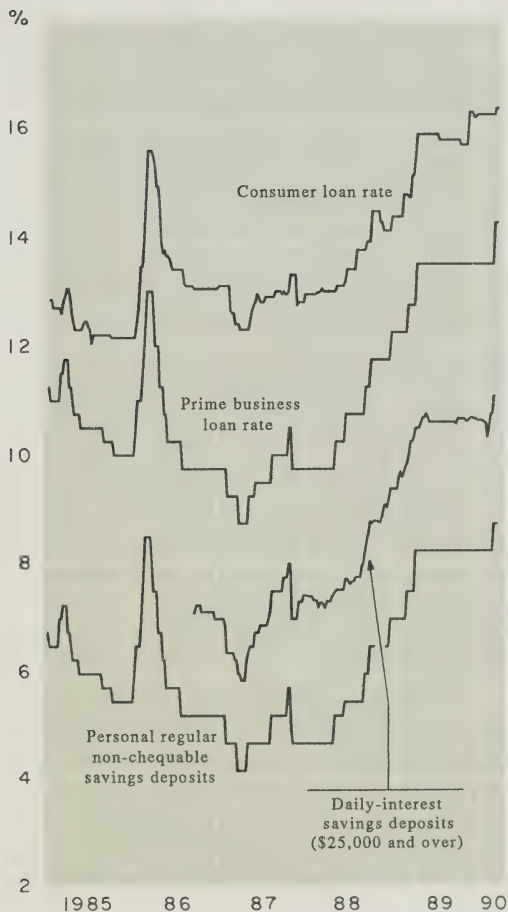
The yield curve in Canada continued to slope downward in 1989, as long-term rates declined. Long-term bond yields, which had remained remarkably stable when short-term rates were rising in 1988 and early 1989, fell approximately $\frac{3}{4}$ of a percentage point in the second quarter in the wake of interest rate declines in the United States. However, the differential vis-à-vis corresponding U.S. long-term rates grew slightly from June onward in response

to a widening differential in short-term rates.

These developments suggest that markets expect inflationary pressures to ease more slowly in this country than in the United States.

Administered interest rates followed movements in market rates for similar maturities. The prime lending rate rose $1\frac{1}{4}$ percentage points in the first quarter of 1989 in response to higher short-term rates. Reflecting the inversion of the yield curve, one-year mortgage rates rose above five-year rates in the first quarter, then fell below prime when long-term bond rates declined.

Selected bank interest rates



In mid-January 1990, with some signs of moderating demand pressures, the Bank of Canada allowed a limited decline in short-term rates so as to ease monetary conditions slightly. At that time, the Canadian dollar began to fall so sharply that the Bank had to reverse the downward movement in short-term rates in order to contain the extent of easing of monetary conditions. During the first two months of the year, the Canadian dollar depreciated by over 3 per cent against the G-10 currencies and short-term interest rates rose by close to 1 percentage point, bringing the differential between Canadian and U.S. rates for commercial paper to about 5 points. This increase in the cost of funds caused a $\frac{3}{4}$ of a point increase in the banks' prime business loan rate. Over this period, yields on long-term bonds rose by almost 1 percentage point under the influence of generally rising long-term rates in the United States, Europe and Japan.

Other financial developments

During 1989, Canadian banks increased their provisions for losses on loans to developing countries by \$3.3 billion. This brought these provisions to an average of 67 per cent of sovereign risk loans to a group of designated developing countries, and reduced the major banks' net exposure to these risks to 22 per cent of equity. Major Canadian banks have also succeeded in increasing capital levels in advance of the timetable recommended by the Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices. For all six of the major Canadian banks, the ratio of primary capital – essentially permanent share capital and retained earnings – relative to risk-weighted total assets exceeds the minimum of 4 per cent that is to be reached by 1992. As of the end of the banks' fiscal year, total capital, which also includes preferred shares and subordinated debentures, stood at between 7 and 8 per cent of risk-weighted assets. This ratio must reach 8 per cent by 1992.

In the past few years, an increasing amount of attention in Canada and abroad has been devoted to an examination of the risks associated with a variety of clearing and settlement systems and how such risks might be distributed among the participants in the systems. The prob-

lems in this regard are common to all settlement mechanisms, including the payments system and the settlement systems for foreign exchange and securities transactions. If financial markets and the economy as a whole are to function properly and efficiently, it is essential that participants remain confident that the clearing and settlement systems will perform reliably even in adverse circumstances. That is why the Bank of Canada has supported a number of initiatives in this area. As supplier of settlement services and lender of last resort to deposit-taking institutions, the Bank has every interest in supporting the development of clearing systems that not only allow better identification of the risks faced by participants, should one of them default on its obligations, but also reduce risks for the system as a whole and for all participants.

The Bank of Canada is actively participating in a study, under the auspices of the Bank for International Settlements, of the difficult legal and prudential management questions raised by bilateral and multilateral netting of interbank transactions, particularly foreign exchange transactions. The Bank has closely followed the development of new mechanisms by the Canadian Depository for Securities Limited (CDS) for the identification and containment of risk within the prudential regulatory framework. The success of this undertaking represents an essential condition for proceeding with the immobilization of Government of Canada securities within the CDS. The Bank is also following with interest the project to develop a broader netting system for debt securities within the CDS, as well as the work being done by the Canadian Payments Association to establish a transfer and settlement system to process large-value transactions electronically.

The Bank also participates in the work of the committee set up to study the feasibility of implementing the recommendations of the report of the Group of Thirty on settlement and clearing systems for securities transactions. This report, which was drawn up by an independent advisory group of international financial experts, put forward a range of recommendations aimed at reducing the risk and maximizing the efficiency of settlement systems.

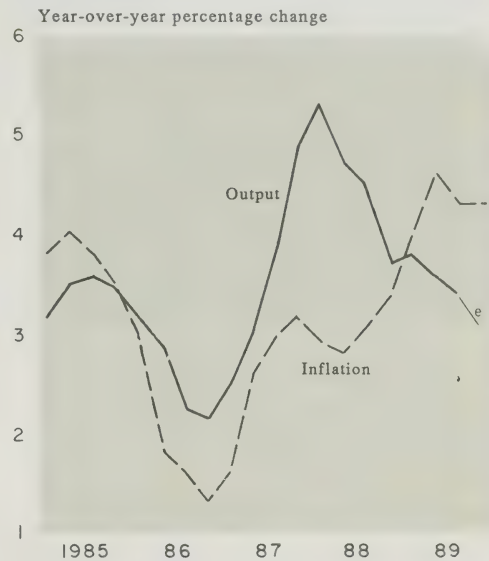
International developments

The pace of economic expansion in the Group of Seven (G-7) major industrial countries moderated through 1989, following the strong acceleration in activity experienced during 1987 and the first part of 1988. The slowing was not uniform among the G-7 countries, however, and was most evident in the United Kingdom and North America. The growth of output has generally eased somewhat in the other G-7 countries compared to the preceding year, but it remains high, particularly in Japan and Germany. In the case of Japan the expansion has been supported by strong growth in domestic demand, while in Germany the economy continues to be largely export-driven, in part due to high levels of investment throughout Europe associated with the prospective unification of markets in 1992.

Despite preliminary signs of slower growth in aggregate demand, the level of spending continues to exceed productive capacity in a number of countries. Indeed, higher rates of consumer price inflation were registered in all seven major industrial countries during 1989. The deterioration in inflation performance was evident even abstracting from the effects of firmer world oil prices and of changes in indirect taxes in certain countries.

Whereas the generalized acceleration of spending during 1987 and 1988 had prompted fairly widespread increases in short-term interest rates, greater national differences in economic activity during 1989 produced a more mixed set of monetary conditions. In the United States, short-term interest rates peaked in the spring and then eased through the rest of the year amid signs of a slowing in the economy. In contrast, short-term interest rates in Japan rose through most of 1989, as policymakers responded to evidence of building inflation pressures and persistent weakness in the Japanese yen. Monetary policy was also tightened progressively in Ger-

Major industrial countries¹: Output and consumer prices²



1. United States, Japan, Germany, France
United Kingdom, Italy, Canada

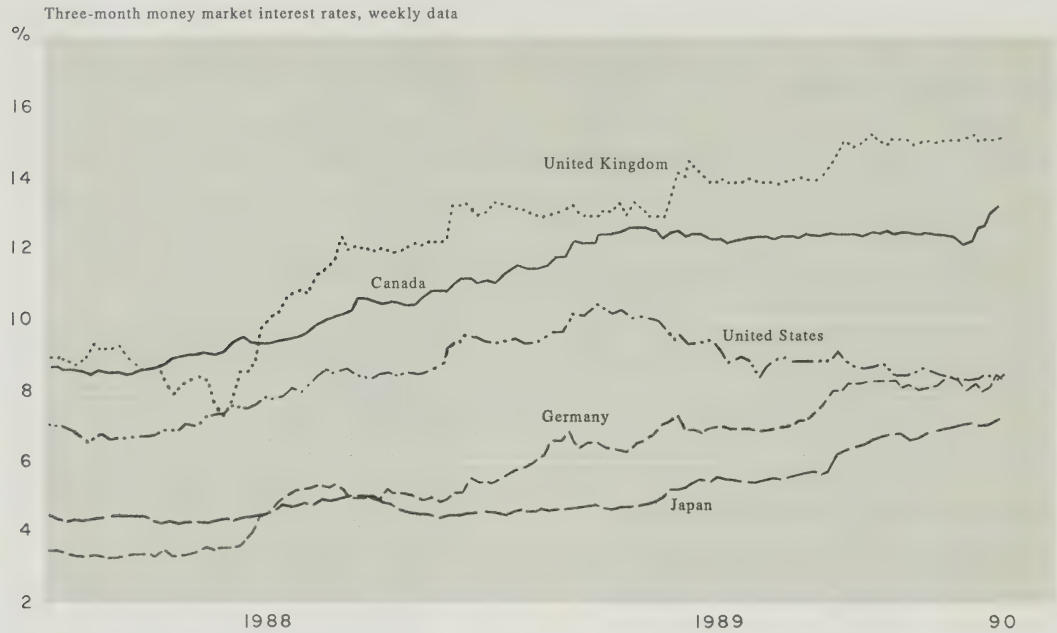
2. 1987 GDP/GNP weights

e Estimate

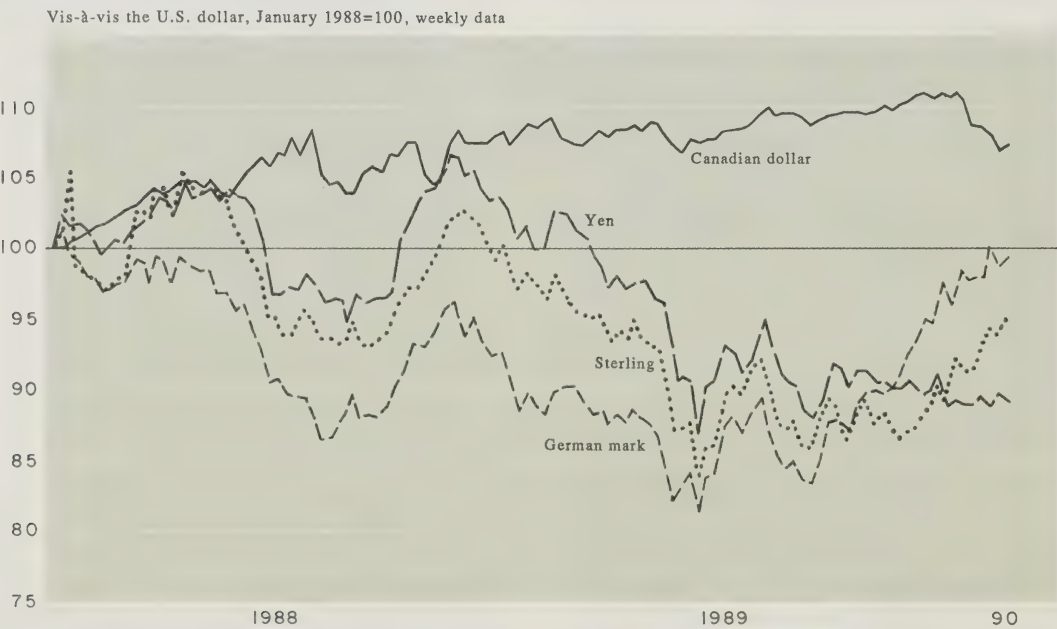
many, prompting similar moves elsewhere in Europe as countries sought to maintain exchange rate parities in the European Monetary System. Concerns over persistent inflation pressures and exchange rate weakness led to higher interest rates in the United Kingdom as well.

The pattern of exchange rates that emerged during 1989 raised concerns that the adjustment of international current account imbalances might stall, and posed a significant challenge for the process of policy co-ordination among the G-7 countries. During the first half of the year the U.S. dollar appreciated markedly

Short-term interest rates in selected major industrial countries



Selected exchange rates



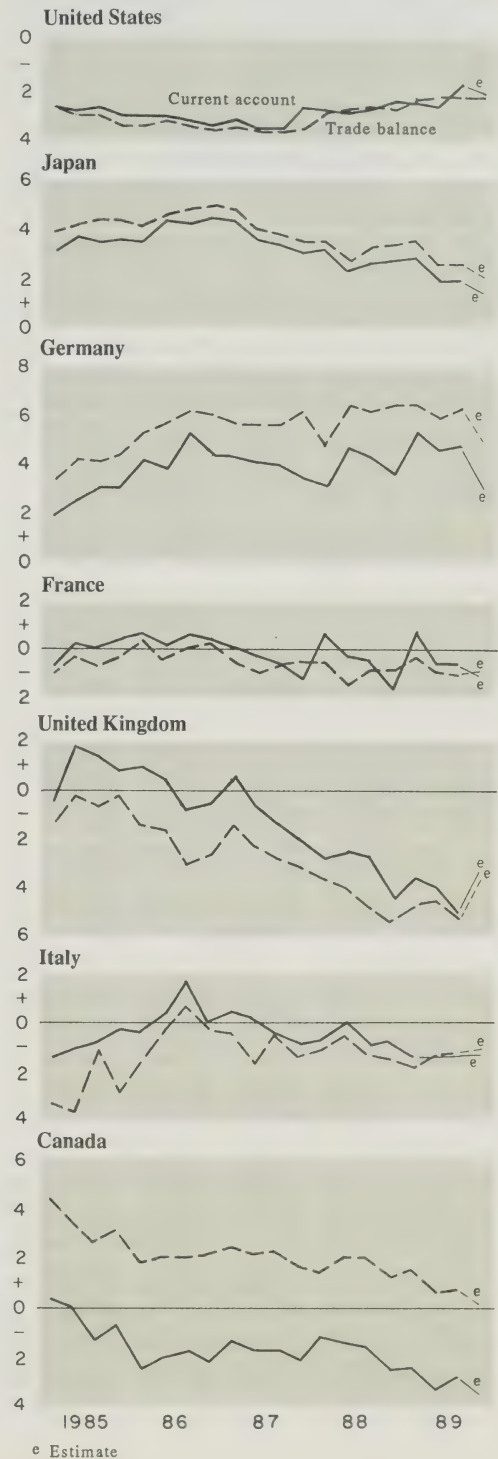
against most other major currencies, in spite of the continuing large current account deficit in the United States and declines in U.S. interest rates. As described in the previous section of this Report, an important exception to this trend was the Canadian dollar, which remained fairly steady against the U.S. dollar during the first half of 1989 before appreciating during the second half. Towards the end of 1989 the German mark also strengthened substantially against both the U.S. dollar and the other major currencies, including the Japanese yen. While this movement was consistent with the rise in German interest rates relative to those elsewhere, it has also been attributed in part to the potential economic implications for West Germany of recent political developments in Eastern Europe. The net effect of these offsetting currency movements was to raise the value of the U.S. dollar during 1989 by about 3 per cent on a trade-weighted basis against the G-10 currencies.

Although exchange rate movements in 1989 may have worked to slow the process of external adjustment, the pattern of domestic demand growth across the major industrial countries was nevertheless conducive to some further correction of external imbalances in Japan and the United States. The reduction in Japan's current account surplus was particularly noteworthy, and reflected the combined effects of slower demand growth in its major export markets, higher world oil prices, strong growth in imports of consumer goods, and increased foreign travel by Japanese citizens. Some progress was also made in reducing the U.S. trade deficit in 1989, but most of this improvement took place early in the year. In contrast, the external positions of most major European countries moved further away from balance. These imbalances continued to be mainly intra-European in nature, with Germany's large surplus substantially offset by deficits elsewhere in the European Community, notably in the United Kingdom and France.

The increase in the U.K. current account deficit during the past three years was largely a consequence of excess domestic demand, and some reduction in the deficit can be expected as domestic demand pressures subside. Indeed, a noticeable improvement in the U.K. trade balance has been evident since late summer. The

External balances of the seven major industrial countries

As a percentage of GNP or GDP



German current account surplus, in contrast to the U.K. deficit, owes more to the relative strength of external demand, reflecting recent high levels of investment expenditure in Europe and the fact that Germany is an important producer of capital goods.

A notable counterpart to the improvement in the U.S. external position during the past two years has been a decline in the combined net exports of the Asian newly industrialized economies (NIES). This has resulted from a combination of factors, including appreciation of the currencies of the NIES against those of their major trading partners, rising domestic inflation, and strong growth in domestic consumption. While demand is still growing at a rapid pace in these economies, it is doing so at rates significantly below those seen in recent years, a development that should result in an easing of inflation pressures.

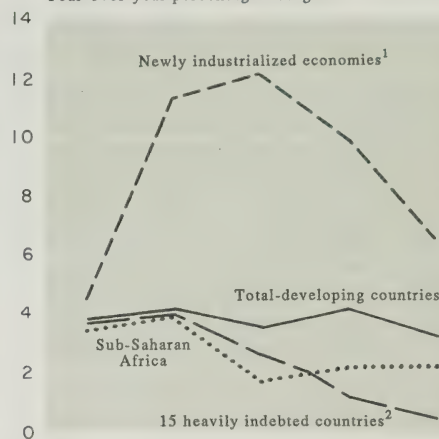
In most other developing countries economic performance was again disappointing in 1989. On balance, there was little growth in output in the group of fifteen heavily indebted middle-income countries. At the same time, inflation surged to record levels in many of these countries. In sub-Saharan Africa there was a modest increase in the volume of output, but it was not enough to prevent a further decline in inflation-adjusted per capita incomes.

This generally disappointing economic picture for developing countries reflected a variety of factors. In many cases excessively expansionary fiscal and monetary policies have led to high and accelerating rates of inflation and have clearly discouraged investment. The negative influence of large debt and debt-service burdens have also continued to limit investment and growth prospects in some countries. Finally, external developments, such as a slowing of demand in major export markets, generally higher world interest rates and declines in many non-fuel commodity prices, have had a negative impact on the economies of a number of developing countries. Though trade and current account balances appear to have improved slightly in 1989, this was largely a consequence of the external financing constraints that many of these countries faced.

Output and inflation in developing countries

Output

Year-over-year percentage change



Inflation

Year-over-year percentage change

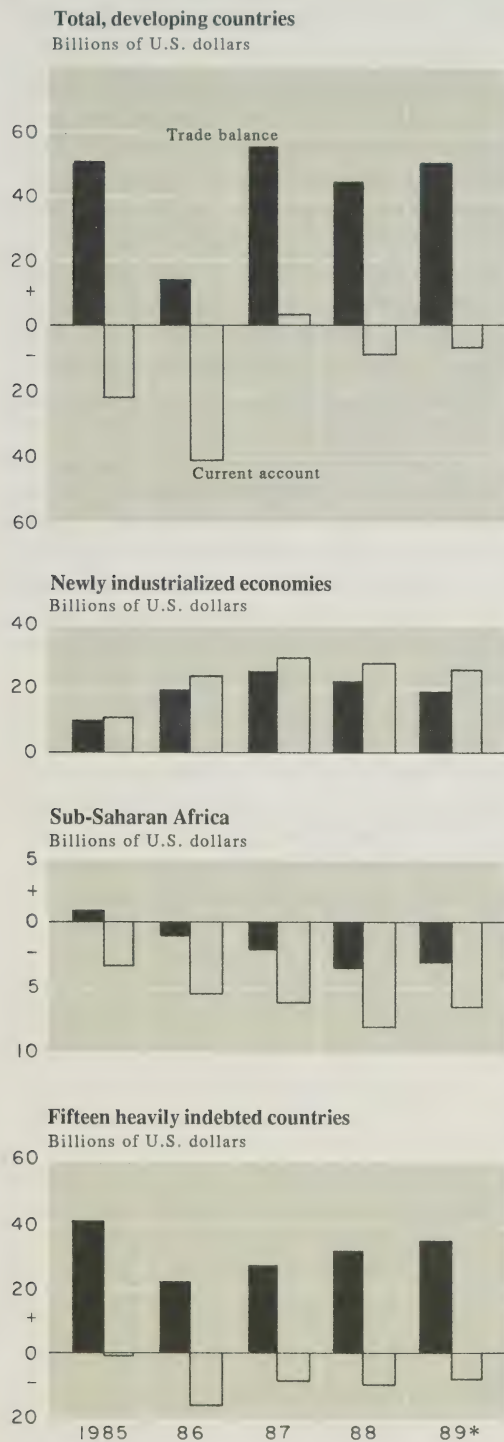


1. Hong Kong, Singapore, South Korea and Taiwan

2. Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Ecuador, Ivory Coast, Mexico, Morocco, Nigeria, Peru, Philippines, Uruguay, Venezuela and Yugoslavia

* Data for 1989 are estimates.

Trade and current account balances of developing countries



* Data for 1989 are estimates.

The evolving Third World debt strategy

Continued sluggish growth in many heavily indebted countries and the limited prospects for significant improvement led to a reexamination of the international debt strategy in 1989. Building on earlier proposals developed by Japan and France, the United States launched an initiative in March 1989 aimed at strengthening the debt strategy and improving the prospects for sustained economic growth in developing countries.

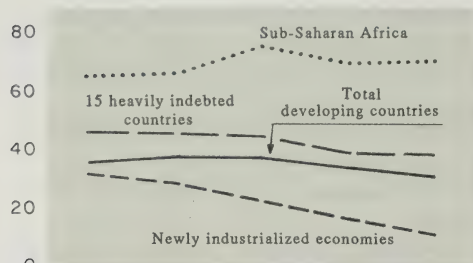
The initiative represented an evolutionary step, incorporating key features of the existing strategy as well as elements of recent debt-reducing transactions between certain debtor countries and banks. The plan continues to emphasize the importance for debtor countries of putting in place sound macroeconomic and structural adjustment policies, supported by the major international financial institutions, the International Monetary Fund (IMF) and the World Bank. However, in addition to underscoring the need in these countries for continued inflows of capital, emphasis is now placed on the fact that in certain cases debt reduction is also necessary. This reflects a recognition that the overhang of large external debts could inhibit domestic investment and represent a major obstacle to the resumption of sustained non-inflationary growth.

These changes to the debt strategy received widespread support from the international community. In May, the IMF and the World Bank agreed to set aside a portion of funds normally available to member countries under lending arrangements, to support operations involving the voluntary reduction of outstanding debt by commercial lenders. Furthermore, both institutions agreed to consider requests for additional resources that would be used to guarantee a portion of the interest payments associated with debt and debt-service reduction. Japan has also pledged significant resources to help strengthen the debt strategy further.

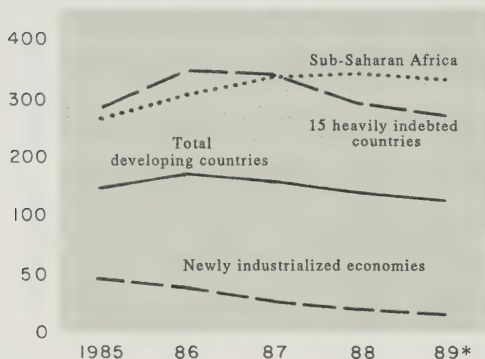
Several heavily indebted countries have already qualified for IMF and World Bank support under the new plan and have initiated negotiations on debt and debt-service reduction with commercial banks. In this regard, Mexico, the

External debt situation in developing countries

External debt ratios
As a percentage of GDP



External debt ratios
As a percentage of exports of goods and services



* Data for 1989 are estimates.

Philippines and Costa Rica reached agreements in principle with their creditors during 1989. While the terms of the agreements vary, all have involved significant commercial debt reduction, financed in large part by resources supplied by the IMF and the World Bank. Implementation of the Philippine agreement began early in 1990, and additional transactions are expected later in the year. Transactions under the Mexican agreement are expected to take place in March 1990. The Costa Rican debt-reduction agreement is also expected to be implemented in 1990. Canadian banks, which are represented on the bank steering committees negotiating debt reduction with developing countries, have been active participants in this process.

In 1989 and early 1990 the Bank of Canada, with the concurrence of the Minister of Finance, participated with the monetary authorities of other industrial countries in two short-term bridge-financing agreements. In both cases, the financing was related to an economic adjustment program being undertaken with the assistance of the IMF and the World Bank. Canada's share in the multilateral facility of up to U.S.\$2 billion for Mexico was a maximum of U.S.\$100 million. This loan was repaid on 15 February 1990. The Canadian share in the U.S.\$500 million loan to Poland was U.S.\$20 million. Following a repayment made by Poland, there were no loans outstanding under this facility as of late February 1990.

BANK OF CANADA OPERATIONS

Bank of Canada monetary policy operations

In its monetary policy operations the Bank of Canada employs several techniques to influence short-term interest rates. The main technique is the day-to-day adjustment of the reserves of the chartered banks and the clearing balances of the other directly clearing members of the Canadian Payments Association (CPA). Each day a level of reserves and clearing balances is provided which is intended to produce the appropriate conditions in the market for overnight funds. Appendix table 2 shows the amount of reserves required by the banks as well as the average level of reserves and clearing balances actually provided by the Bank during 1989.

Other techniques used in monetary policy operations involve direct transactions in the money market. The Bank frequently enters into one-day transactions with designated money market participants to influence the overnight rate. On other occasions, the Bank may undertake direct sales or purchases of treasury bills to influence interest rates more generally.

Operations in the overnight market usually involve the provision of temporary assistance through Purchase and Resale Agreements (PRA) to money market jobbers – the group of investment dealers authorized to enter into such arrangements. Under these agreements, the Bank buys treasury bills or other short-term assets which the jobber buys back at a pre-arranged price, usually the next day. Jobbers may initiate a PRA transaction up to a predetermined amount at Bank Rate when other financing is unavailable or unduly expensive. However, the Bank may also initiate PRA to offset unwarranted upward pressure on overnight financing rates. In this case, the ‘Special’ PRA (SPRA) will be in the amount and at the rate that the Bank chooses. SPRA were introduced in 1985 and grew in importance so that in 1987 and 1988

they accounted for the majority of repurchase transactions.

In 1989 regular PRA accounted for the bulk of repurchase agreements with the jobbers. Movements in short-term interest rates during the year were generally in line with the Bank’s monetary policy objectives, and therefore there were fewer occasions when there was need to initiate SPRA. Appendix table 4 shows the extension of credit under PRA and SPRA arrangements. Regular PRA were particularly heavily used in late May, June and July when the Bank was resisting downward pressure on interest rates in the money market. Overnight financing rates through this period often equalled or exceeded Bank Rate, making PRA a relatively cheap source of financing. In fact, this relationship between the overnight rate and Bank Rate prevailed for much of 1989, especially in the second half, and largely accounts for the greater recourse of jobbers to PRA compared to the previous year.

The Bank also undertakes Sale and Repurchase Agreements (SRA). These transactions are essentially the opposite of ‘Special’ PRA in that they provide the Bank with a direct method of countering downward pressure on the overnight financing rate. SRA were not extensively used in 1989, being offered only seven times and transacted on only five of those occasions, for fairly small amounts.

Direct sales or purchases of securities in the open market were undertaken relatively infrequently in 1989. Nevertheless the dollar value of net sales of treasury bills totalled \$2.7 billion during the year (Appendix table 3). Most of the sales were concentrated towards the end of March and in the month of May, when the Bank was resisting a tendency for short-term rates to decline. The Bank also entered into treasury bill swap operations on a number of

occasions in 1989. Most of these were undertaken simply to rebalance the Bank's portfolio; but on other occasions, notably in February, three-month bills were bought against sales of shorter-term bills to counter upward pressure on the three-month bill rate without increasing the Bank's overall holdings of treasury bills.

In addition to transactions undertaken for monetary policy objectives, the Bank also enters into securities transactions for its own balance sheet or on behalf of clients (central banks, Government of Canada accounts and international agencies). As can be seen in Appendix table 3, the Bank's holdings of marketable bonds declined by \$656 million as the amount of bonds maturing from its portfolio exceeded the purchases of new bonds. The holdings of treasury bills grew by \$1.2 billion in 1989. The Bank acquired a substantial amount of treasury bills

during the year through its participation in weekly tenders, but the greatest portion thus acquired was used to fill orders from clients.

The directly clearing members of the CPA will, on occasion, experience shortfalls in their balances at the Bank of Canada for a number of reasons, including the Bank's actions to adjust the availability of reserve or clearing balances. In those cases the Bank extends an overnight loan to the institution experiencing the shortfall. The average amounts of such advances outstanding during 1989 are included in the data reported in Appendix table 4. The amounts shown also include extraordinary advances made in 1985 to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank. The ongoing liquidation of these insolvent banks enabled the amount of these advances to be reduced to \$46.4 million by the end of 1989.

Management of government debt and cash balances

The Bank of Canada, as fiscal agent for the government, provides advice on debt management policy as well as administrative support for debt operations. During 1989 the government's domestic debt increased by \$24.5 billion compared with increases of \$31.4 billion in 1988 and \$24.5 billion in 1987. The financing requirement in 1989 included borrowings to finance the net purchase of about \$3.6 billion of foreign exchange. This was about \$7 billion less than the net purchase of foreign exchange in the preceding year and was largely responsible for the lower overall borrowing requirement in 1989.

The reliance on treasury bill financing, which reached a record level during the year, reflected a number of factors, including the lack of longer-term borrowing authority for three months of the year and unusually large redemptions of Canada Savings Bonds (CSBs). The increase of \$25.5 billion in treasury bills outstanding in fact more than equalled the entire growth in the domestic debt. Marketable bonds accounted for \$9.9 billion of new debt, while CSBs outstanding declined by about \$10.9 billion. The table below shows the contribution to the annual financing requirement made by treasury bills, marketable bonds and CSBs over the last five years.

The marketable bond program included

24 issues, the details of which are provided in Appendix table 5. Approximately 70 per cent of the dollar value of new issues was sold by auction. The maturities of the new bonds were spread rather evenly over the short, medium and long term with the average term of the new issues at 9.2 years, compared to the previous year's average of 8.0 years. However, the average term of the marketable portion of the outstanding debt, consisting of treasury bills and marketable bonds, declined from 4 years, 5 months to 4 years. This was attributable to the increase in the portion of the debt held in the form of treasury bills, which increased from 36.4 per cent to 42.2 per cent.

The amount of CSBs outstanding declined by an unprecedented amount to reach \$42.5 billion by year-end. The reduction was mainly attributable to large net redemptions in the first half of the year together with relatively modest sales in the October 1989 campaign. The previous year's campaign had generated large sales with the yield on CSBs set at 9½ per cent. By February 1989 short-term interest rates had increased by approximately 100 basis points and the Minister of Finance announced an increase of one percentage point in the CSB rate for the four-month period beginning 1 March. Subsequent to this announcement short-term rates continued to rise, with the result that in the first half

Changes in Canadian dollar Government of Canada securities outstanding, 1985-89

Billions of dollars (par value)

	1985	1986	1987	1988	1989
Treasury bills.....	+ 9.7	+ 10.3	+ 4.5	+ 20.9	+ 25.5
Marketable bonds.....	+ 13.3	+ 11.3	+ 11.2	+ 11.0	+ 9.9
Canada Savings Bonds	+ 6.2	- 4.3	+ 8.8	- 0.5	- 10.9
Total	<u>+ 29.2</u>	<u>+ 17.3</u>	<u>+ 24.5</u>	<u>+ 31.4</u>	<u>+ 24.5</u>

of the year over \$11.6 billion of CSBs were redeemed. In June, the Minister announced an extension of the 10½ per cent rate for the four months ending 31 October. The 1989 issue of Canada Savings Bonds, which has a 12-year term to maturity, offered a rate of 10½ per cent in the first year. Gross sales of the new issue amounted to \$9.3 billion, compared to \$15 billion in the previous year and an average of \$13 billion for the seven previous campaigns.

The treasury bill program once again proved an extremely flexible financing vehicle. During February, when CSB redemptions were at their heaviest, treasury bills were issued in a gross amount of \$22.1 billion and raised \$5.8 billion in new money. Again, in June, when the government had not yet received parliamentary authority to borrow for terms in excess of six months, treasury bills raised \$6.6 billion of new money. In other months of the year, when financing requirements were low, the stock of treasury bills outstanding was actually reduced. This ability to vary the size of the weekly auctions was a key part of the government's efforts to hold the level of its deposit balances, on which it generally earns a relatively low rate of interest, at a level just sufficient to cover its daily requirements. To increase its flexibility further, the government made increased use of treasury bills with terms as short as 16 days to cover temporary low points in its balances or to reduce the size of the regular weekly auctions. In all, 25 of these short-term cash management bills were issued in 1989, raising \$22.5 billion compared to about \$13.8 billion in 1988 and \$5.0 billion in 1987.

An important element in the government's effort to manage its cash balances efficiently continued to be its auction of term deposits in which balances in excess of daily requirements are auctioned for specific terms to eligible bidders, i.e. to directly clearing members of the CPA. These auctions were initiated in 1986, and during 1989 were typically held four or five times a week, ranging in size from \$200 million to \$1,950 million, and in term from one to ten days.

A new element of government cash management was added during the year. In addition to auctioning the balances in excess of the daily demand requirement, the government's daily

demand deposit balances were opened to an auction process. In this arrangement, direct clearers submit bids expressed in terms of an interest rate differential below the prime rate for the share of the daily demand balance that they wish to receive each day of the next reserve-averaging period. Under the previous arrangement, direct clearers had received a fixed share of these demand deposits based on their proportion of total Canadian dollar deposits and had paid a rate equal to the prime rate minus a fixed interest-rate differential.

The domestic interest rate swap program, initiated in February 1988 by the Government of Canada, was continued in 1989. Under the swap agreements, the government receives interest payments at a fixed rate from the swap counterparties, and these payments are applied to the interest cost on outstanding fixed-rate Government of Canada bonds. In exchange, the government makes floating-rate payments on equivalent principal amounts to the counterparties, based on three-month bankers' acceptance rates. During the year, \$2,050 million of swaps were negotiated bringing the total amount outstanding to \$3,000 million. These swaps, all with Canadian financial institutions, ranged in term from 2 years, 8 months to 14 years, 10 months. If the average spread between three-month bankers' acceptances and three-month treasury bills continues to be just under 15 basis points, as has been generally the case over the past two years, the government's effective floating-rate cost of funds on its swaps will translate into about 72 basis points below the three-month treasury bill rate.

Given the substantial increase in foreign exchange reserves that had occurred in 1988, the government retired about U.S.\$2 billion of its foreign currency debt in 1989, and no new foreign currency issues were undertaken.

Four Government of Canada issues, two denominated in Swiss francs and one each in German marks and U.S. dollars, as well as two U.S. dollar Canadaair Limited issues, were paid off upon maturity, and a yen-denominated syndicated loan was called for early redemption. Details are provided in Appendix table 5. The government also repurchased in the market about U.S.\$172 million of its unmatured foreign debt. This repurchase program, initiated in 1988,

involved three U.S. dollar issues maturing in July 1995, April 1998 and October 1998. In addition, the U.S.\$253 million of the October 1998 issue still outstanding after the completion of these market purchases was called for early redemption in October.

Since 1986 the government has issued Canada Bills, which are short-term U.S. dollar notes issued in the U.S. money market. This program provides access to a relatively low-cost source of U.S. dollars. As the level of foreign currency reserves remained high during the year, this facility was not aggressively used; however, outstanding amounts were maintained at a level intended to keep access to this source of funds open for the future. Month-end balances ranged from a high of U.S.\$1,053 million in August to U.S.\$680 million at the year-end.

The relatively high level of foreign currency reserves and the presence of the Canada Bills program also allowed the government to reduce the size and the cost of its U.S. dollar standby credit facilities. These facilities, which provide quick access to U.S. dollar short-term credit, have not been used since 1986. The facility with Canadian banks was reduced from U.S.\$3 billion to U.S.\$1 billion, while a similar facility with foreign banks was reduced from U.S.\$4 billion to U.S.\$2 billion. In early 1990 a renegotiation of the terms of both facilities lowered the commitment fees and extended the maturity dates to 1995. As a result of the reduced size and lower commitment fees, the annual cost of the two facilities was reduced from U.S.\$6.8 million to U.S.\$1.5 million.

Foreign exchange operations

During 1989 the Canadian dollar appreciated by about 3 per cent against the U.S. dollar and by just over 4 per cent on a trade-weighted basis against the G-10 currencies. Through the first half of the year, except for a brief period of weakness following the release of the federal budget in late April, it traded within a relatively

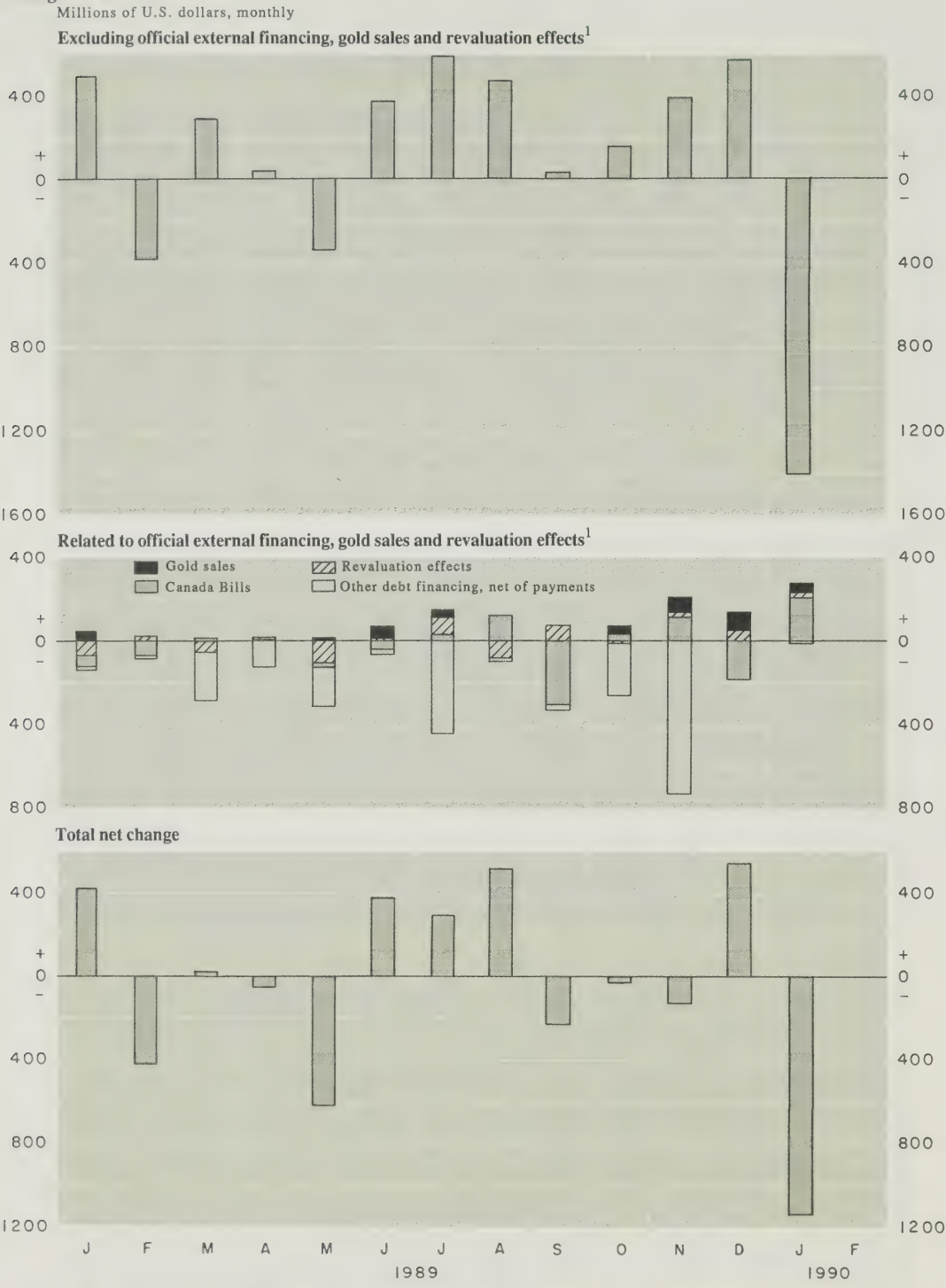
narrow range of 83.5–84.5 cents (U.S.). The Canadian dollar strengthened steadily through the second half of the year, however, touching 86.52 cents (U.S.) in late December – the highest level since September 1980. By year-end it had eased slightly, closing at 86.32 cents (U.S.). In early 1990, the Canadian dollar declined sharply,

Exchange rates



Last date plotted 27 February 1990

Changes in official reserves



moving from above 86.50 cents (U.S.) in early January to trade in a range of 83–84 cents (U.S.) in late February.

Foreign exchange market operations by the Bank of Canada, as agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance, were directed towards promoting orderly conditions in the Canadian dollar exchange market. Against the background of a firming Canadian dollar, official purchases of foreign exchange in 1989 (including U.S. dollars, Japanese yen and German marks) exceeded sales and led to increases in official reserves. The effect of these net purchases on the level of reserves was partially offset by the repayments, described in the previous section, of foreign currency loans and bond issues totalling approximately U.S.\$2 billion. Canada's holdings of official international

reserves, which were equivalent to U.S.\$16,197.6 million at the end of 1988, increased to U.S.\$16,795.8 million by the end of 1989. In January 1990, they declined by U.S.\$1,145.2 million in response to sharp movements in the Canadian dollar exchange rate.

On several occasions during 1989, the Bank of Canada participated along with the central banks of other G-7 countries in concerted intervention operations in foreign exchange markets to help moderate fluctuations in the exchange rate for the U.S. dollar against the major overseas currencies. However, because such intervention was undertaken in German marks and Japanese yen against U.S. dollars, the level of Canada's international reserves was not affected by these operations.

Note issue, debt service and banking operations

The Bank of Canada is responsible for the issue of bank notes and for the administration of the Government of Canada's domestic debt. About one-half of the Bank's staff is directly involved in these operations, which entail processing large volumes of material and data. Some three-quarters of the Bank's total expenses, shown in the Statement of Revenue and Expense later in this Report, are estimated to be attributable to the purchase and issue of bank notes and the administration of debt by the Bank as fiscal agent for the government.

The Bank also provides banking services to the government and operates deposit accounts for members of the Canadian Payments Association, foreign central banks and official international financial institutions. As well, the Bank is custodian of unclaimed chartered bank balances, which are transferred to the Bank after they have been inactive for ten years.

Note issue

Notes in circulation amounted to \$22.1 billion at the end of 1989 and comprised almost 90 per cent of the Bank of Canada's total liabilities, shown in the Statement of Assets and Liabilities. Notes are issued by the Bank to meet public demand for them and to replace worn notes taken out of circulation. Besides issuing new notes, the Bank reissues those used notes still fit for circulation that have been returned by financial institutions which find themselves with an excess supply.

During 1989 the Bank introduced new \$10 and \$50 bank notes, the third and fourth denominations in the new series. The newly designed \$10 note was put into circulation on 27 June and the \$50 note on 1 December. By the end of 1989, 90 million of the new \$10 notes had been issued, equivalent to two-thirds of the total number of \$10 notes outstanding, and over

4 million of the new \$50 notes were in circulation.

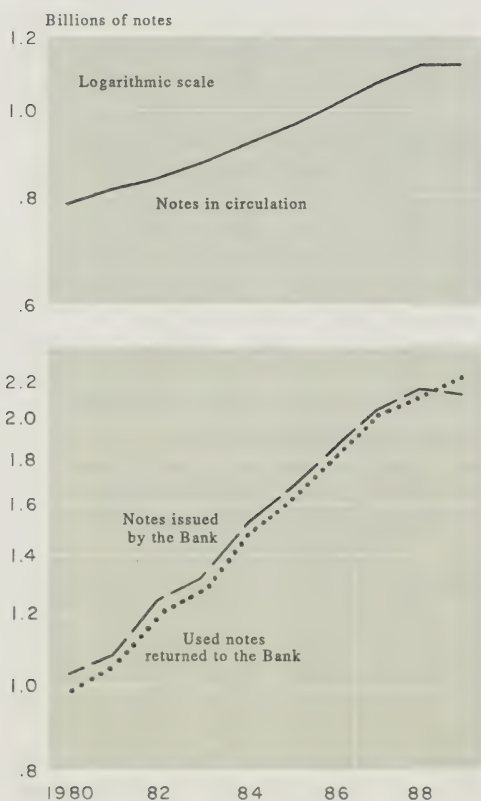
All notes in the new series incorporate enhanced security features against counterfeiting. The new \$50 note includes an additional deterrent, an optical security device (OSD) that changes colour from gold to green when tilted under light. The OSD is unique to Canadian bank notes, and its introduction was the culmination of an extensive research and development program undertaken by the Bank in collaboration with the National Research Council of Canada and several private sector companies. The OSD is expected to be applied to other notes of the new series when they are issued.

The new series of notes also incorporates features to assist visually impaired and blind persons to distinguish among denominations. The numerals of the series have been enlarged to allow for easier identification. As well, the print on the face of the new notes can be read by an electronic device developed and manufactured in Canada under a program funded by the Bank. Using voice technology, these hand-held instruments read aloud the denomination of each bill in the new series, in the user's choice of official language. Blind people can obtain a reader free of charge on permanent loan from the Canadian National Institute for the Blind.

The Bank stopped issuing \$1 notes on 30 June 1989, two years after the introduction of the circulating \$1 coin. At the same time, the Bank's program to sell uncut sheets of 40 one-dollar notes, begun in December 1988, came to an end. Almost 115,000 sheets were sold. The number of \$1 notes in circulation declined by over one-third during the second half of 1989, to 195 million at year-end. As \$1 notes became less available, demand for \$2 notes increased, with the result that the number of \$2 notes in circulation rose considerably faster in 1989 than in earlier years.

In recent years, the volume of bank notes processed by the Bank has increased much more rapidly than the growth of notes in circulation. The sharply rising turnover has been related to the increasingly widespread use of automated banking machines and a greater number of financial institutions that deal directly with the Bank rather than through other institutions. In 1989, however, with the issue of the \$1 note being halted, there was no growth in the number of notes in circulation or in the number of notes withdrawn by financial institutions from the Bank. The number of used notes returned to the Bank by financial institutions continued to rise, however, as \$1 notes were returned for destruction.

Bank notes



Debt service

The volume of work involved in administering the government's debt declined in 1989 from its record level in the previous year. This was largely the result of a decrease in volumes related to Canada Savings Bonds (CSBs), which account for some 80 per cent of the total. This decrease reflected smaller sales of CSBs in 1989 than in the previous year as well as a decline in the number of interest payments made. However, the number of redeemed certificates processed increased further, particularly in the first half of the year.

In October 1989 the Bank announced newly designed certificates for Government of Canada treasury bills and marketable bonds. The new designs offer easier handling and additional security features. The first treasury bills in the new form were issued on 20 October 1989, and the first bonds on 4 January 1990.

In March 1989 the Bank of Canada announced that it would be introducing a charge for the reissuance on a same-day basis of certificates for outstanding Government of Canada marketable securities, in order to recover from users the direct costs of providing the service. A charge of \$20 per transaction was introduced for government bonds on 1 September 1989. A similar charge for same-day treasury bill transactions will be introduced three months after treasury bills have been made eligible for clearing and settlement through the Canadian Depository for Securities Limited, or on 1 March 1991 at the latest.

The Canadian Depository for Securities

As noted in the earlier section on monetary and financial developments, the Bank continued its involvement during 1989 in the work of the Canadian Depository for Securities Limited (CDS) to make the clearing and settlement of securities transactions in Canada more efficient. By summer, arrangements were sufficiently advanced to permit domestic marketable bond issues of the Government of Canada to be selected for inclusion on a pilot basis in CDS's computerized clearing and settlement systems.

The financial institutions which use CDS's services began depositing their holdings of marketable government bonds with CDS early in

October. By the end of the year, nineteen issues had been declared eligible for inclusion in CDS's book-based settlement systems, and about 70 per cent of the outstanding par value of these issues had been deposited with CDS.

Unclaimed bank balances

The Bank responded to some 10,300 inquiries concerning unclaimed bank balances in 1989, an increase of 15 per cent from the previous year. The number of inquiries has more

than tripled since 1983, when copies of the central records of all balances held by the Bank were placed in each Agency, where they can be reviewed free of charge. In 1989, the Bank searched more than 8,600 records and made payments of \$1.6 million in respect of 2,558 accounts. At the end of 1989, the Bank held \$98.4 million of unclaimed balances, which form part of 'other deposits' in the Statement of Assets and Liabilities.

APPENDIX TABLES

Bank of Canada assets and liabilities

Monthly changes, millions of dollars¹

	Assets				Liabilities				
	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Advances to CPA members	All other assets (net)	Notes in circulation	Canadian dollar deposit liabilities			
						Chartered banks	Other CPA members	Government of Canada	Other
1989									
January	-485	-1,929	7	-137	-2,323	-127	-249	-2	157
February	493	-402	-45	-191	-102	-28	23	5	-43
March	-958	1,053	54	-159	-20	-177	42	-1	146
April	75	-13	204	151	14	526	-63	6	-65
May	284	1,357	-356	14	920	233	93	-10	63
June	2,287	-1,891	54	-65	642	-433	141	1	33
July	1,108	-531	250	37	-206	708	-15	397	-20
August	-1,598	1,129	-549	-237	14	-833	87	-403	-121
September	-174	-700	76	144	-188	-189	-253	8	-31
October	-62	515	-101	11	129	154	91	-2	-9
November	-292	-360	160	110	66	-322	-84	-1	-40
December	-200	2,180	72	343	2,112	99	157	7	21
Annual change	478	408	-174	21	1,058	-389	-30	5	91
1990									
January	424	-2,375	243	-198	-2,470	567	-47	-10	53

1. Components may not add to totals because of rounding

Chartered bank cash reserves and clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Association

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Chartered bank cash reserves			
		Total minimum cash requirements	Average holdings of statutory coin and Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits
1989					
January	1-15				1,849
	16-31	5,472	3,711	1,761	1,798
February	1-15				1,426
	16-28	5,593	4,271	1,323	1,407
March	1-15				1,824
	16-31	5,345	3,549	1,796	1,830
April	1-15				2,061
	16-30	5,376	3,386	1,991	2,076
May	1-15				1,853
	16-31	5,228	3,405	1,823	1,852
June	1-15				2,004
	16-30	5,290	3,341	1,948	2,044
July	1-15				1,785
	16-31	5,335	3,620	1,715	1,763
August	1-15				1,663
	16-31	5,434	3,798	1,636	1,739
September	1-15				1,641
	16-30	5,363	3,771	1,593	1,682
October	1-15				1,655
	16-31	5,368	3,783	1,584	1,696
November	1-15				1,756
	16-30	5,431	3,768	1,663	1,693
December	1-15				1,828
	16-31	5,454	3,742	1,712	1,804
1990					
January	1-15				1,753
	16-31	5,450	3,752	1,699	1,732
February	1-15	5,611	4,462	1,149	1,214

Sum of reservable day weights in period	Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Association	
			Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of clearing days in month
13	1,135	.064	129	21
16	581	.027		
15	1,547	.075	118	20
13	1,098	.061		
15	413	.021	139	22
18	608	.025		
14	979	.052	134	20
14	1,196	.063		
15	444	.022	127	22
16	465	.022		
15	838	.042	120	22
18	1,726	.072		
13	920	.053	139	20
15	727	.036		
15	399	.020	148	23
16	1,636	.076		
17	819	.036	117	20
14	1,256	.067		
14	987	.052	95	21
16	1,785	.083		
15	1,397	.068	100	21
15	450	.022		
17	1,976	.085	123	19
15	1,390	.068		
14	757	.039	93	22
16	529	.024		
15	981	.047		

Bank of Canada net transactions in Government of Canada securities

Delivered basis, par value in millions of dollars

	Net purchases from (+) or net sales to (–) investment dealers and banks				
	Outright transactions		Transactions under ¹		
	Treasury bills	Bonds	PRA	SPRA	SRA
1989					
January	– 185.0	–	–	–	–
February	– 65.0	–	–	+ 1,075.0	–
March	– 659.0	–	+ 328.5	– 756.0	–
April	– 170.0	–	– 148.9	– 319.0	–
May	– 1,513.0	–	+ 149.4	–	–
June	–	–	+ 58.7	–	–
July	– 135.0	–	+ 119.3	+ 409.3	–
August	–	–	– 507.0	– 409.3	–
September	–	–	+ 99.7	+ 315.0	–
October	–	–	+ 350.3	– 315.0	–
November	–	–	– 450.0	–	–
December	–	–	–	–	–
Total	<u>– 2,727.0</u>	<u>–</u>	<u>–</u>	<u>–</u>	<u>–</u>
1990					
January	– 1,070.0	–	+ 368.0	–	–

1. PRA denotes Purchase and Resale Agreements; SPRA denotes “Special” Purchase and Resale Agreements; SRA denotes Sale and Repurchase Agreements

2. Including PRA, SPRA and SRA transactions

Net transactions with government and other client accounts				Net change in holdings of Government of Canada securities ²		
Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (-) government accounts and client accounts		Bills	Bonds	Total
Bills	Bonds	Bills	Bonds			
+ 885.2	+ 10.0	- 1,225.0	-	- 524.8	+ 10.0	- 514.8
+ 230.0	- 115.2	- 577.7	-	+ 492.8	+ 54.3	+ 547.1
+ 818.7	- 73.6	- 630.0	-	- 830.1	- 141.3	- 971.4
+ 1,528.7	- 50.1	- 776.4	-	+ 216.2	- 151.9	+ 64.3
+ 1,976.6	-	- 286.1	-	+ 326.9	-	+ 326.9
+ 3,100.6	- 69.7	- 735.9	-	+ 2,390.9	- 37.2	+ 2,353.7
+ 1,232.7	- 143.8	- 403.5	-	+ 1,172.1	- 93.1	+ 1,079.0
+ 134.2	- 91.3	- 799.8	-	- 1,498.7	- 174.5	- 1,673.2
+ 279.9	+ 15.0	- 849.1	-	- 169.0	+ 29.5	- 139.5
+ 587.5	- 105.2	- 574.8	-	+ 49.7	- 106.9	- 57.2
+ 1,124.8	- 74.2	- 914.2	-	- 226.6	- 87.0	- 313.6
+ 832.1	+ 42.2	- 1,052.0	-	- 219.9	+ 42.2	- 177.7
+ 12,731.0	- 655.9	- 8,824.5	-	+ 1,179.5	- 655.9	+ 523.6
+ 2,002.1	+ 10.0	- 896.0	-	+ 404.1	+ 10.0	+ 414.1

Bank of Canada advances to members of the Canadian Payments Association; PRA and SRA outstanding

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Advances to chartered banks		Advances to directly clearing non-bank members of the CPA	
		Number of days outstanding	Average amount outstanding ¹	Number of days outstanding	Average amount outstanding ²
1989					
January	1–15	9	187.5	12	38.5
	16–31	12	173.3		
February	1–15	11	201.0	12	29.6
	16–28	9	164.0		
March	1–15	11	173.5	10	48.5
	16–31	11	154.2		
April	1–15	10	162.1	7	80.2
	16–30	10	168.0		
May	1–15	11	144.7	8	33.5
	16–31	11	165.8		
June	1–15	11	134.4	11	60.5
	16–30	11	145.1		
July	1–15	9	168.1	12	28.5
	16–31	11	169.8		
August	1–15	11	164.9	10	23.9
	16–31	12	150.2		
September	1–15	10	124.2	10	33.2
	16–30	10	101.5		
October	1–15	9	108.5	11	36.6
	16–31	12	140.0		
November	1–15	10	127.4	15	34.9
	16–30	11	100.8		
December	1–15	11	76.5	12	43.1
	16–31	8	93.3		
1990					
January	1–15	10	126.2	15	37.3
	16–31	12	128.6		
February	1–15	11	180.4		

1. Average based on the number of reservable days in the averaging period

2. Average based on the number of clearing days in the month

Purchase and Resale Agreements

Regular PRA

Special PRA

Sale and Repurchase Agreements

Number of days outstanding	Average amount outstanding ¹	Number of days outstanding	Average amount outstanding ¹	Number of days outstanding	Average amount outstanding ¹
–	–	3	69.1	–	–
1	5.7	–	–	1	6.3
3	29.3	–	–	1	25.0
–	–	1	119.4	–	–
–	–	3	79.0	–	–
3	67.8	3	114.4	1	6.8
2	30.7	3	133.9	–	–
2	18.4	–	–	–	–
3	76.1	1	12.8	–	–
10	337.8	1	38.2	–	–
10	470.2	2	59.5	–	–
7	159.8	1	16.4	1	4.5
8	412.5	–	–	–	–
10	332.5	2	87.7	–	–
7	205.2	2	75.9	–	–
7	114.3	4	115.0	–	–
6	162.0	1	33.5	–	–
3	37.6	1	31.5	–	–
3	34.0	1	62.0	–	–
5	121.8	–	–	–	–
5	76.6	1	34.1	1	7.5
1	12.5	–	–	–	–
8	123.1	–	–	–	–
2	17.8	1	74.5	–	–
4	97.5	1	17.5	–	–
12	369.6	2	94.2	–	–
3	20.3	1	93.2	4	56.4

Government of Canada marketable securities: New issues and retirements

Date in 1989	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity %	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars					
5 Jan.	10¼% 1 February 1994	5 yrs. 27 days	10.28	650	
26 Jan.	10¼% 1 December 1998	9 yrs. 10 mos. 6 days	10.31	600	
9 Feb.	10¼% 1 February 1994	4 yrs. 11 mos. 20 days	10.06	650	
15 Feb.	6¾% 15 February 1989				150
	11% 15 February 1989				200
	9½% 15 June 1994				51 ¹
	10% 1 October 1995				13 ¹
	9¼% 15 May 1997				48 ¹
	9% 15 October 1999				29 ¹
	9¾% 15 December 2000				22 ¹
	9½% 1 October 2001				65 ¹
	8¾% 1 February 2002				12 ¹
	9½% 1 October 2003				36 ¹
23 Feb.	10% 1 June 2008	19 yrs. 3 mos. 6 days	9.91	450	
5 Mar.	8% 5 March 1989				600
	11% 5 March 1991	2 yrs.	11.15	700	
15 Mar.	12½% 15 March 1989				575
	10¾% 1 May 1993	4 yrs. 1 mo. 17 days	11.06	75	
	10¾% 15 December 1995	6 yrs. 9 mos.	10.82	150	
	10¾% 15 March 1998	9 yrs.	10.66	625	
	10¼% 15 March 2014	25 yrs.	10.39	350	
				1,200	
30 Mar.	10¼% 15 March 2014	24 yrs. 11 mos. 16 days	10.32	500	
13 Apr.	10¾% 15 March 1998	8 yrs. 11 mos. 2 days	10.77	650	
15 Apr.	9¼% 15 April 1989				275
1 June	13¼% 1 June 1989				525
	10% 1 June 2008	19 yrs.	9.79	525	
6 June	9% 6 June 1989				550
	10½% 6 June 1991	2 yrs.	10.54	550	
1 July	8½% 1 July 1989				1,175
	13½% 1 July 1989				150
	9¼% 1 October 1994	5 yrs. 3 mos.	9.68	175	
	9½% 1 October 1998	9 yrs. 3 mos.	9.51	700	
	9½% 1 June 2010	20 yrs. 11 mos.	9.50	450	
				1,325	
27 July	9¼% 1 May 1996	6 yrs. 9 mos. 5 days	9.36	650	
1 Aug.	13¾% 1 August 1989				442
	9¼% 1 October 1994	5 yrs. 2 mos.	9.44	750	
10 Aug.	9½% 1 June 2010	20 yrs. 9 mos. 22 days	9.42	550	
24 Aug.	9¼% 15 December 1994	5 yrs. 3 mos. 22 days	9.29	750	
31 Aug.	9¼% 1 May 1996	6 yrs. 8 mos. 1 day	9.57	650	

Date in 1989	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity %	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired ²
Issues payable in Canadian dollars					
6 Sept.	9¼% 6 September 1989				550
	10¼% 6 September 1991	2 yrs.	10.35	800	
21 Sept.	9¼% 1 December 1999	10 yrs. 2 mos. 10 days	9.45	750	
1 Oct.	10% 1 October 1989				450
	10½% 1 October 1989				775
	9¼% 1 July 1992	2 yrs. 9 mos.	9.92	100	
	9¼% 15 December 1994	5 yrs. 2 mos. 14 days	9.58	125	
	9¼% 1 December 1999	10 yrs. 2 mos.	9.46	850	
	9½% 1 June 2010	20 yrs. 8 mos.	9.44	425	
				1,500	
19 Oct.	9½% 1 September 1993	3 yrs. 10 mos. 13 days	10.11	750	
1 Nov.	10¾% 1 November 1989				350
	12¼% 1 November 1989				325
	9¼% 15 December 1994	5 yrs. 1 mo. 14 days	9.62	750	
16 Nov.	9¼% 1 December 1999	10 yrs. 15 days	9.40	750	
6 Dec.	9¼% 6 December 1989				500
	10½% 6 December 1991	2 yrs.	10.61	900	
15 Dec.	11¼% 15 December 1989				1,075
	9½% 1 September 1993	3 yrs. 8 mos. 17 days	10.22	125	
	10% 1 March 1995	5 yrs. 2 mos. 17 days	9.97	450	
	9¼% 1 December 1999	9 yrs. 11 mos. 17 days	9.66	475	
	9½% 1 June 2010	20 yrs. 5 mos. 17 days	9.46	450	
				1,500	
	Total bonds payable in Canadian dollars			18,850	8,943
	Total treasury bills			297,050	271,600
Issues payable in foreign currencies					
15 Feb.	U.S. \$150 million				
	10⅞% bonds due				
	15 July 1995				177 ¹
15 Feb.	U.S. \$42 million				
	8⅞% bonds due				
	1 April 1998				50 ¹
15 Feb.	U.S. \$66 million				
	9¼% bonds due				
	15 October 1998				78 ¹
20 Mar.	SFr. 252 million				
	3⅞% notes due				
	20 March 1989				186
24 Apr.	U.S. \$67 million				
	10⅞% bonds due				
	15 July 1995				80 ¹

(Continued)

Government of Canada marketable securities: New issues and retirements

Date in 1989	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity %	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired ²
Issues payable in foreign currencies					
24 Apr.	U.S. \$9 million 8½% bonds due 1 April 1998				11 ¹
24 Apr.	U.S. \$7 million 9¼% bonds due 15 October 1998				8 ¹
26 Apr.	U.S. \$6 million 8½% notes due 26 April 1989				7 ³
30 Apr.	DM 200 million 8½% notes due 30 April 1989				126
3 May	SFr. 300 million 5½% loan due 3 May 1989				211
15 July	U.S. \$450 million 9¼% bonds due 15 July 1989				536
15 Oct.	U.S. \$277 million 9¼% bonds due 15 October 1998				326 ⁴
15 Nov.	U.S. \$175 million 12½% notes due 15 November 1989				205 ⁵
27 Nov.	Yen 80 billion 7% loan due 27 November 1993				652 ⁶
	Total notes and bonds payable in foreign currencies			—	2,653
	Total Canada Bills			5,638	6,002 ⁷

1. Cancellation of bonds purchased in the open market

2. Foreign currency values converted to Canadian dollars at the noon rate on the retirement date

3. Bonds originally issued by Canadair Limited on 26 April 1982 and assumed by the Government of Canada on 12 February 1986

4. Consisting of U.S. \$24 million purchased in the open market and the outstanding balance of U.S. \$253 million (of an original U.S. \$350 million issued on 15 October 1978) called for redemption

5. Bonds originally issued by Canadair Limited on 15 November 1982 and assumed by the Government of Canada on 7 November 1985

6. Outstanding balance of yen 80 billion, issued on 27 November 1985, called for redemption at a premium of 0.5 per cent

7. Canada Bills are notes denominated in U.S. dollars issued for terms not exceeding 270 days

FINANCIAL STATEMENTS

AUDITORS OF THE BANK OF CANADA
VÉRIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA

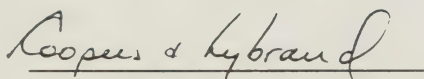
COOPERS & LYBRAND

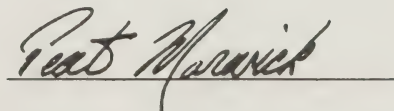
PEAT MARWICK

AUDITORS' REPORT

We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1989 and the statement of revenue and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1989 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.





Chartered Accountants

Ottawa, Canada

February 6, 1990

Bank of Canada Statement of revenue and expense

Year ended 31 December 1989
(with comparative figures for 1988)

	1989	1988
	Millions of dollars	
REVENUE		
Revenue from investments and other sources, net of interest paid on deposits of \$42.8 (\$21.3 in 1988)	<u>\$2,424.5</u>	<u>\$2,109.7</u>
EXPENSE		
Salaries ¹	\$ 72.1	\$ 67.6
Contributions to pension and insurance funds ²	9.1	8.7
Other staff expenses ³	2.3	2.2
Directors' fees	0.1	0.1
Auditors' fees and expenses	0.5	0.5
Taxes – municipal and business	9.5	8.8
Bank note costs	40.0	35.1
Data processing and computer costs	6.3	5.8
Premises maintenance – net of rental income ⁴	19.7	19.6
Printing of publications	1.0	0.5
Other printing and stationery	2.4	2.2
Postage and express	1.8	1.6
Telecommunications	1.8	1.7
Travel and staff transfers	2.7	2.3
Other expenses	<u>2.9</u>	<u>2.1</u>
	172.2	158.8
Depreciation on buildings and equipment	<u>13.5</u>	<u>13.2</u>
	185.7	172.0
NET REVENUE PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	<u>\$2,238.8</u>	<u>\$1,937.7</u>

1. Salaries include overtime and are for Bank staff other than those engaged in premises maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time and overtime work) was 2,255 in 1989 compared with 2,234 in 1988.

2. Contributions to pension and insurance funds for Bank staff other than those engaged in premises maintenance.

3. Other staff expenses include retirement allowances and educational training costs.

4. Premises maintenance comprises building and equipment maintenance expenses including related staff costs.

(See accompanying notes to the financial statements)

Bank of Canada Statement of assets and liabilities

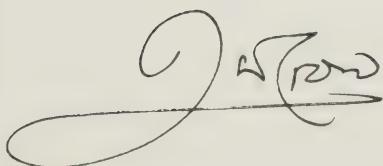
As at 31 December 1989
(with comparative figures for 1988)

ASSETS	1989	1988
	Millions of dollars	
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	\$ 352.4	\$ 369.1
Other currencies	17.5	263.0
	<u>369.9</u>	<u>632.1</u>
Advances to members of the Canadian Payments Association (notes 2 and 8)	311.6	485.3
Investments — at amortized values (note 3):		
Treasury bills of Canada	10,815.7	9,685.0
Other securities issued or guaranteed by		
Canada maturing within three years	3,424.6	3,051.4
Other securities issued or guaranteed by		
Canada not maturing within three years	6,584.8	7,609.8
Other investments	<u>2,764.8</u>	<u>2,357.9</u>
	23,589.9	22,704.1
Bank premises (note 4)	138.4	139.8
Accrued interest on investments	293.8	320.8
Other assets	<u>76.0</u>	<u>37.0</u>
	<u><u>\$24,779.6</u></u>	<u><u>\$24,319.1</u></u>

(See accompanying notes to the financial statements)

LIABILITIES

	1989	1988
	Millions of dollars	
Capital paid up (note 5)	\$ 5.0	\$ 5.0
Rest fund (note 6)	25.0	25.0
Notes in circulation	22,092.6	21,032.4
Deposits:		
Government of Canada	20.7	14.2
Chartered banks	1,786.6	2,177.1
Other members of the Canadian Payments Association	229.7	259.7
Other deposits	397.3	307.5
	2,434.3	2,758.5
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	209.0	472.9
Bank of Canada cheques outstanding	7.6	18.8
Other liabilities	6.1	6.5
	<u>\$24,779.6</u>	<u>\$24,319.1</u>



Governor, J. W. CROW



Chief Accountant, J.-P. AUBRY

Bank of Canada Notes to the financial statements

31 December 1989

1. Significant accounting policies

The financial statements of the Bank conform to the disclosure and accounting requirements of the Bank of Canada Act and the Bank's by-laws. The significant accounting policies of the Bank are:

a) Revenues and expenses

Revenues and expenses are accounted for on the accrual basis except for interest on advances to a bank ordered to be wound up where interest is recorded as received.

b) Investments

Investments, consisting mainly of Government of Canada treasury bills and bonds, are recorded at a cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition are included in revenue.

c) Translation of foreign currencies

Assets and liabilities in foreign currencies are translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end. Gains and losses from translation of, and transactions in, foreign currencies are included in revenue.

d) Bank premises

Bank premises, consisting of land, buildings and equipment, are recorded at cost less accumulated depreciation. Depreciation is calculated on the declining balance method using the following annual rates:

Buildings	5%
Computer equipment	35%
Other equipment	20%

A full year of depreciation is charged against assets in the year of acquisition, except for Projects in progress which are depreciated from the point of substantial completion. No depreciation is taken on assets in the year of disposal.

e) Pension plan

The Bank's contributions to the Pension Fund are recorded as expenses at the time they are made. Actuarial surpluses or deficiencies, if any, are amortized over periods not exceeding those provided for by the Pension Benefits Standards Act, 1985, and the regular contributions are adjusted accordingly.

f) Insurance

The Bank does not insure against direct risks of loss to the Bank, except for potential liabilities to third parties and where there are legal or contractual obligations to carry insurance. Any costs arising from these risks are recorded in the accounts at the time they can be reasonably estimated.

2. Advances to members of the Canadian Payments Association

Advances include a total of \$46.4 million (\$143.0 million in 1988) provided to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank for which winding-up orders have been issued by the courts. On the basis of the available information, it is the opinion of the Bank of Canada that this amount will be fully repaid from the proceeds of the liquidations.

3. Investments

Investments may include securities of the Government of Canada held under Purchase and Resale Agreements (PRA). As at 31 December 1989 and 1988 there were no securities held under PRA.

4. Bank premises

	1989		1988
	Millions of dollars		
	Cost	Accumulated depreciation	Net
Land and buildings	\$171.9	\$ 69.2	\$102.7
Computer equipment	27.5	22.1	5.4
Other equipment	56.5	32.2	24.3
	255.9	123.5	132.4
Projects in progress	6.0	—	6.0
	\$261.9	\$123.5	\$138.4

5. Capital

The authorized capital of the Bank is \$5.0 million divided into 100,000 shares of the par value of \$50 each. The shares are fully paid and in accordance with the Bank of Canada Act have been issued to the Minister of Finance, who is holding them on behalf of Canada.

6. Rest fund

The rest fund was established by the Bank of Canada Act and represents the general reserve of the Bank. In accordance with the Act, the rest fund was accumulated out of net revenue until it reached the stipulated maximum amount of \$25.0 million in 1955. Subsequently, all net revenues have been paid to the Receiver General for Canada.

7. Contingent liability

During 1989 the Bank of Canada, along with central banks of other industrial countries, participated in short-term bridging arrangements to the Banco de Mexico and the Narodowy Bank Polski through the Bank for International Settlements. As at 31 December 1989, the Bank of Canada's contingent liability on the principal amounts outstanding under the arrangements with the Banco de Mexico and the Narodowy Bank Polski were U.S. \$33.4 million (Can. \$38.7 million at the 31 December 1989 closing exchange rate) and U.S. \$8.6 million (Can. \$10.0 million at 31 December 1989 closing exchange rate), respectively.

8. Legal matters

The Bank of Canada's security for advances to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank includes the loan portfolios of those institutions. In the case of the Canadian Commercial Bank, submissions have been presented to the court to determine whether the interest received from the portfolio forms part of the Bank's security. In the unlikely event that there were a final legal determination that all the interest is not included in the security it could result in some adjustment relating to amounts which have been recorded in income.

BOARD OF DIRECTORS

John W. Crow	Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
Gordon G. Thiessen	Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
Jalynn H. Bennett	TORONTO, ONTARIO
Brian R. Heidecker	CORONATION, ALBERTA
Frederick E. Hyndman	CHARLOTTETOWN, PRINCE EDWARD ISLAND <i>Member of the Executive Committee</i>
Harold W. Lane, Q.C.	SASKATOON, SASKATCHEWAN
Leslie M. Little, Q.C.	VANCOUVER, BRITISH COLUMBIA <i>Member of the Executive Committee</i>
James A. MacMurray	SAINT JOHN, NEW BRUNSWICK
Nancy Orr-Gaucher	WESTMOUNT, QUEBEC
Susan H. Patten	ST. JOHN'S, NEWFOUNDLAND
Ernest G. Penner	STEINBACH, MANITOBA
John F. Robinson	LONDON, ONTARIO <i>Member of the Executive Committee</i>
Guylaine Saucier	MONTREAL, QUEBEC <i>Member of the Executive Committee</i>
Ex-officio	
Frederick W. Gorbet	Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>

SENIOR OFFICERS

John W. Crow, *Governor*

Gordon G. Thiessen, *Senior Deputy Governor*

J. N. Ross Wilson, *Deputy Governor*
Charles Freedman, *Deputy Governor*¹
W. Albert McKay, *Director of Administration*
Frank Faure, *Adviser*
Alvin C. Lamb, *Adviser*
Louise Vaillancourt-Châtillon, *Adviser and Secretary*

Bernard Bonin, *Deputy Governor*
William R. White, *Deputy Governor*
Serge Vachon, *Adviser*²
Tim E. Noël, *Adviser*
W. Paul Jenkins, *Adviser*
John E. H. Conder, *Adviser*
†see below

Associate Advisers

John S. Roberts³
Jacques Clément, *Chief, Securities, Montreal Div.*
Donald R. Stephenson

Securities Department

Vaughn O'Regan, *Chief*
L. Theodore Requard, *Deputy Chief*
Ian D. Clunie, *Chief, Market Analysis and Open Market Operations*
James F. Dingle, *Securities Adviser*⁴
Patrick E. Demerse, *Securities Adviser*
Kevin J. Clinton, *Securities Adviser*
Stephen L. Harris, *Securities Adviser*
Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

Research Department

David E. Rose, *Chief*
John G. Selody, *Deputy Chief*

Department of Monetary and Financial Analysis

Pierre Duguay, *Chief*
R. Bruce Montador, *Deputy Chief*
David J. Longworth, *Research Adviser*
Clyde A. Goodlet, *Research Adviser*

International Department

John D. Murray, *Chief*
Stephen S. Poloz, *Deputy Chief*
Nicholas Close, *Senior Foreign Exchange Adviser, Toronto*
Brian O'Reilly, *Research Adviser*

Department of Banking Operations

Donald G. M. Bennett, *Chief*
Roy L. Flett, *Special Adviser*
William R. Melbourn, *Deputy Chief*
Gordon B. May, *Deputy Chief*
C. Ross Tousaw, *Agent, Toronto*
Alexander G. Keith, *Agent, Calgary*

Public Debt Department

George M. Pike, *Chief*
Bonnie J. Schwab, *Deputy Chief*

Secretary's Department

Louise Vaillancourt-Châtillon, *Secretary*
Guy Thériault, *Deputy Secretary*

DEBT SYSTEMS

James M. McCormack, *Program Co-ordinator*

Automation Services Department

Daniel W. MacDonald, *Chief*

Personnel Department

Vivian L. Bethell, *Chief*
Claude J.-B. Montambault, *Deputy Chief*
Paul E. Cloutier, *Senior Personnel Adviser*

Department of Premises Management

Colin J. Stephenson, *Chief*
Kenneth W. Kaine, *Deputy Chief*

Comptroller's Department

Jean-Pierre Aubry, *Comptroller and Chief Accountant*
Frank J. Mahoney, *Deputy Comptroller*

Audit Department

Janet Cosier, *Auditor*
Peter W. Koppe, *Deputy Auditor*

1. On leave of absence as the Clifford Clark Visiting Economist in the Department of Finance
2. Also Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association
3. On leave of absence as Interim General Manager of the Canadian Payments Association
4. Also Alternate Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

† Jacques A. Bussières, Adviser to the Governor, is on a leave of absence, serving as Governor of the Bank of Zambia.

REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES

Securities Department

Montreal

Jacques Clément, *Chief, Montreal Division*

Vancouver

Louis-Robert Lafleur, *Representative*

Toronto

Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

International Department

Montreal

Gautam Hooja, *Foreign Exchange Adviser*

Toronto

Nicholas Close,
Senior Foreign Exchange Adviser

Department of Banking Operations

Halifax

Robert E. Burgess, *Agent*

Saint John

Kenneth T. McGill, *Agent*

Montreal

J. G. Michel Sabourin, *Agent*

J. R. M. Serge Poirier, *Assistant Agent,
Operations*

David J. McDougall, *Assistant Agent,
Planning*

Ottawa

Robert Dupont, *Agent*

Toronto

C. Ross Tousaw, *Agent
and Banking Operations Adviser*

William H. Watson, *Deputy Agent*

Dale M. Fleck, *Manager, Bond Processing,
Client and Banking Services*

Harry S. Hooper, *Manager – Cash Processing*

Winnipeg

Alan H. Potter, *Agent*

Regina

Graham L. Page, *Agent*

Calgary

Alexander G. Keith, *Agent
and Regional Financial Representative*

Claude P. Desautels, *Deputy Agent*

Vancouver

William G. Percival, *Agent*

REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES

Département des Valeurs

Montréal

Jacques Clément, *chef, Bureau de Montréal*

Vancouver

Louis-Robert Latleur, *représentant*

Département des Relations internationales

Montréal

Gautam Hooja, *ambassade-conseil*

Département des Opérations bancaires

Halifax

Robert E. Burgess, *agent*

Saint John

Kenneth T. McGill, *agent*

Montréal

J. G. Michel Sabourin, *agent*

J. R. M. Serge Poirier, *agent adjoint –*

Opérations

David J. McDougall, *agent adjoint –*

Planification

Ottawa

Robert Dupont, *agent*

Toronto

C. Ross Tousaw, *agent et conseiller aux*

opérations bancaires

William H. Watson, *sous-agent*

Dale M. Fleck, *chef de service – Traitement*

des obligations, services aux clients et services

bancaires

Harry S. Hooper, *chef de service – Traitement*

des billets

Winnipeg

Alan H. Potter, *agent*

Regina

Graham L. Page, *agent*

Calgary

Alexander G. Keith, *agent et représentant*

financier régional

Claude P. Desautels, *sous-agent*

Vancouver

William G. Percival, *agent*

John W. Crow, gouverneur	
Gordon G. Thiessen, premier sous-gouverneur	
Bernard Bonin, sous-gouverneur	
William R. White, sous-gouverneur	
Serge Vachon, conseiller†	
Tim E. Noël, conseiller	
W. Paul Jenkins, conseiller	
John E. H. Conder, conseiller	
† Voir ci-dessous.	
Département des Opérations bancaires	Donald G. M. Bennett, chef
	Roy L. Flett, conseiller spécial
	William R. Melbourn, sous-chef
	Gordon B. May, sous-chef
	C. Ross Tousaw, agent, Toronto
Département de la Dette publique	Alexander G. Keith, agent, Calgary
	George M. Pike, chef
	Bonnie J. Schwab, sous-chef
	Secrétariat
	Louise Vaillancourt-Châtillon, secrétaire
SYSTÈMES DE LA DETTE	
James M. McCormack, coordonnateur de programmes	
Département de l'Automatisation	Daniel W. MacDonald, chef
	Département du Personnel
	Vivian L. Bethell, chef
	Claude J.-B. Montambault, sous-chef
	Paul E. Cloutier, conseiller principal en gestion de personnel
Département de la Gestion des immeubles	Colin J. Stephenson, chef
	Kenneth W. Kaine, sous-chef
	Département de Contrôle
	Jean-Pierre Aubry, contrôleur et chef de la comptabilité
	Frank J. Mahoney, sous-contrôleur
Département de la Vérification	
Janet Cosier, vérificatrice	
Peter W. Koppe, sous-vérificateur	
1. En congé pour occuper le poste d'économiste invité Clifford Clark au ministère des Finances	
2. Également président du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements	
3. En congé pour occuper par intérim le poste de directeur général de l'Association canadienne des paiements	
4. Également président suppléant du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements	
† Jacques A. Bussières, conseiller du gouverneur, est en congé pour occuper les fonctions de gouverneur de la Banque de Zambie.	

4. Immeubles de la Banque :

En millions de dollars		Amortissement cumulé		Net	
1989	1988	1989	1988	1989	1988
Coût	171,9 \$	69,2 \$	102,7 \$	107,4 \$	107,4 \$
Terrains et bâtiments	27,5	22,1	5,4	6,9	16,3
Équipement informatique	56,5	32,2	24,3	130,6	139,8 \$
Autre équipement	255,9	123,5	132,4	6,0	9,2
Projets en cours	6,0	—	138,4 \$	139,8 \$	139,8 \$
	261,9 \$	123,5 \$	138,4 \$	139,8 \$	139,8 \$

5. Capital versé :

La Banque a un capital autorisé de 5,0 millions de dollars divisé en 100 000 actions d'une valeur nominale de 50 \$ chacune. Les actions ont été payées intégralement, et, conformément à la *Loi sur la Banque du Canada*, elles ont été émises au nom du ministre des Finances, qui les détient pour le compte du Canada.

6. Fonds de réserve :

Le fonds de réserve établi en vertu de la *Loi sur la Banque du Canada* représente la réserve générale de la Banque. Conformément à cette loi, des prélèvements sur le revenu net de la Banque ont été accumulés au fonds de réserve jusqu'à ce qu'il atteigne, en 1955, le montant maximal stipulé, soit 25,0 millions de dollars. Depuis, la totalité du revenu net est versée au Receveur général du Canada.

7. Passif éventuel :

En 1989, la Banque du Canada, tout comme les banques centrales d'autres pays industrialisés, a participé à des crédits-relais octroyés à la *Banco de Mexico* et à la *Narodowy Bank Polski* par l'entremise de la Banque des règlements internationaux. Au 31 décembre 1989, le passif éventuel de la Banque du Canada au titre du solde des crédits-relais consentis à la *Banco de Mexico* et à la *Narodowy Bank Polski* était respectivement de 33,4 millions de dollars E.-U. (38,7 millions de dollars CAN au taux de change de clôture du 31 décembre 1989) et de 8,6 millions de dollars E.-U. (10,0 millions de dollars CAN au taux de change de clôture du 31 décembre 1989).

8. Modalités légales :

La garantie de la Banque du Canada relativement aux avances à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque ont été présentées au tribunal en vue de déterminer si les intérêts reçus en vertu du portefeuille font partie de la garantie de la Banque. Dans le cas peu probable d'une détermination juridique définitive indiquant que l'intérêt n'est pas inclus comme garantie, des redressements pourraient être apportés par rapport aux montants des revenus comptabilisés.

Banque du Canada Notes complémentaires aux états financiers

31 décembre 1989

1. Principales conventions comptables : La présentation des états financiers de la Banque satisfait aux exigences de la Loi sur la Banque du Canada et de ses statuts administratifs en matière de comptabilité et de divulgation. Les principales conventions comptables de la Banque sont énumérées ci-dessous :

a) Revenus et dépenses : Les revenus et les dépenses sont inscrits selon la méthode de la comptabilité d'exercice, à l'exception des intérêts sur les avances consenties à une banque dont la liquidation a été ordonnée, lesquels ne sont inscrits que lorsqu'ils sont perçus.

b) Placements : Les placements, qui consistent surtout en bons du Trésor et en obligations du gouvernement du Canada, sont inscrits au prix coûtant ajusté en fonction de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur réalisation de ces placements sont imputés aux revenus.

c) Conversion des devises étrangères : Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice. Les gains ou les pertes sur la conversion des devises étrangères et les opérations qui s'y rapportent sont imputés aux revenus.

d) Immeubles de la Banque : Les immeubles de la Banque, qui comprennent les terrains, les bâtiments et l'équipement, sont inscrits à leur coût, moins l'amortissement cumulé. L'amortissement est calculé, selon la méthode du solde dégressif, aux taux annuels suivants :

Bâtiments	5 %
Équipement informatique	35 %
Autre équipement	20 %

e) Régime de retraite : Une année complète d'amortissement est portée au compte des immobilisations durant l'exercice d'achat, à l'exception des projets en cours, qui sont amortis à compter de l'achèvement intégral. Aucun amortissement n'est porté au compte des immobilisations durant l'exercice d'aliénation.

f) Assurance : Les contributions de la Banque au régime de retraite sont passées en charges au moment où elles sont versées. Les surplus ou insuffisances actuariels, le cas échéant, sont amortis sur des périodes n'excédant pas celles qui sont prescrites par la Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension, et les contributions périodiques sont rajustées en conséquence.

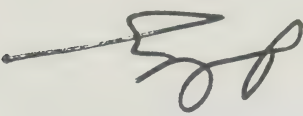
g) Assurance : La Banque n'est pas assurée contre les risques de perte auxquels elle est directement exposée, sauf en ce qui a trait à la responsabilité civile envers des tiers et lorsqu'elle est tenue de s'assurer en vertu de dispositions légales ou contractuelles. Les coûts découlant de ces risques sont inscrits aux comptes dès qu'il est possible d'en obtenir une estimation raisonnable.

2. Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements : Les avances incluent des prêts d'un montant total de 46,4 millions de dollars (143,0 millions de dollars en 1988) consentis à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque, dont la liquidation a été ordonnée par les tribunaux. En se basant sur les renseignements disponibles, la Banque du Canada est d'avis que ce montant sera intégralement recouvré à même les fonds provenant des opérations de réalisation.

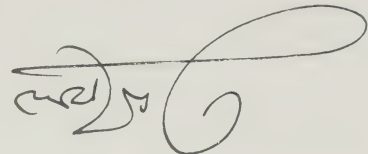
3. Placements : Les placements peuvent inclure des titres du gouvernement du Canada détenus en vertu de prises en pension. Au 31 décembre 1989 et 1988, la Banque ne détenait aucun titre en pension.

PASSIF

En millions de dollars		
1989	1988	
5,0 \$	5,0 \$	Capital versé (note 5)
25,0	25,0	Fonds de réserve (note 6)
22 092,6	21 032,4	Billets en circulation
20,7	14,2	Dépôts :
1 786,6	2 177,1	Gouvernement du Canada
229,7	259,7	Banques à charte
397,3	307,5	Autres membres de l'Association canadienne des paiements
2 434,3	2 758,5	Autres dépôts
209,0	472,9	Passif payable en devises étrangères :
7,6	18,8	Gouvernement du Canada
6,1	6,5	Cheques de la Banque du Canada non compensés
24 779,6 \$	24 319,1 \$	Autres éléments du passif



Le comptable en chef, J.-P. AUBREY



Le gouverneur, J. W. CROW

Banque du Canada État de l'actif et du passif

au 31 décembre 1989
(avec chiffres comparatifs pour 1988)

ACTIF		1989	1988
		En millions de dollars	
Dépôts payables en devises étrangères :			
Devises américaines	352,4 \$	17,5	369,1 \$
Autres devises			263,0
		369,9	632,1
Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements			
(notes 2 et 8)	311,6		485,3
Placements — à leurs valeurs amorties (note 3) :			
Bons du Trésor du Canada	10 815,7		9 685,0
Autres valeurs mobilières émises ou garanties			
par le Canada, échéant dans les trois ans	3 424,6		3 051,4
Autres valeurs mobilières émises ou garanties			
par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans	6 584,8		7 609,8
Autres placements	2 764,8		2 357,9
	23 589,9		22 704,1
Immeubles de la Banque (note 4)	138,4		139,8
Intérêts courus sur placements	293,8		320,8
Autres éléments de l'actif	76,0		37,0
	24 779,6 \$		24 319,1 \$

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

Banque du Canada État des revenus et dépenses
pour l'exercice terminé le 31 décembre 1989
(avec chiffres comparatifs pour 1988)

	1989	1988
	En millions de dollars	
REVENUS :		
Revenus de placements et d'autres sources après déduction des intérêts payés sur les dépôts, soit 42,8 \$ (21,3 \$ en 1988)	2 424,5 \$	2 109,7 \$
DÉPENSES :		
Traitements ¹	72,1	67,6
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ²	9,1	8,7
Autres frais de personnel ³	2,3	2,2
Honoraires des administrateurs	0,1	0,1
Honoraires et frais des vérificateurs	0,5	0,5
Impôts municipaux et taxes d'affaires	9,5	8,8
Coût des billets de banque	40,0	35,1
Informatique et coûts reliés aux ordinateurs	6,3	5,8
Entretien des immeubles – après déduction des revenus de location ⁴	19,7	19,6
Impression des publications	1,0	0,5
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	2,4	2,2
Postes et messageries	1,8	1,6
Télécommunications	1,8	1,7
Déplacements et mutations	2,7	2,3
Autres dépenses	2,9	2,1
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	13,5	13,2
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	185,7	172,0
	2 238,8 \$	1 937,7 \$

1. Traitements, y compris le temps supplémentaire des employés autres que ceux qui sont affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-employées utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 2 255 en 1989, contre 2 234 en 1988.

2. Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel non affecté à l'entretien des immeubles

3. Les autres frais de personnel comprennent les gratifications de départ à la retraite et les dépenses consacrées à la formation professionnelle.

4. Les frais d'entretien des immeubles comprennent l'entretien des bâtiments et de l'équipement ainsi que les frais de personnel connexes.

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

AUDITORS OF THE BANK OF CANADA
VÉRIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA

PEAT MARWICK

COOPERS & LYBRAND

RAPPORT DES VÉRIFICATEURS

Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1989 ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues, et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

À notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1989 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

Coopers & Lybrand

Peat Marwick

Comptables agréés
Ottawa, Canada
le 6 février 1990

Titres négociables du gouvernement canadien : émissions et remboursements

Date	Désignation	Échéance	Rendement à l'échéance %	Valeur nominale, en millions de dollars	Remboursements ²
en 1989	des emprunts			Livraisons	

24 avril	9 millions de dollars E.-U.	obligations à 8½ %	échéance 1 ^{er} avril 1998	11 ¹	
24 avril	7 millions de dollars E.-U.	obligations à 9¼ %	échéance 15 octobre 1998	8 ¹	
26 avril	6 millions de dollars E.-U.	billets à 8½ %	échéance 26 avril 1989	7 ³	
30 avril	200 millions de DM	billets à 8½ %	échéance 30 avril 1989	126	
3 mai	300 millions de FS	emprunt à 5½ %	échéance 3 mai 1989	211	
15 juill.	450 millions de dollars E.-U.	obligations à 9¼ %	échéance 15 juillet 1989	536	
15 oct.	277 millions de dollars E.-U.	obligations à 9¼ %	échéance 15 octobre 1998	326 ⁴	
15 nov.	175 millions de dollars E.-U.	billets à 12½ %	échéance 15 novembre 1989	205 ⁵	
27 nov.	80 milliards de yens	emprunt à 7 %	échéance 27 novembre 1993	652 ⁶	
Ensemble des billets et obligations en monnaies étrangères					2 653
Ensemble des bons du Canada					5 638

1. Annulation d'obligations achetées sur le marché
2. Montant en monnaies étrangères converti en dollars canadiens au cours du midi à la date de remboursement
3. Obligations émises par Canadair Limitée le 26 avril 1982 et prises en charge par le gouvernement canadien le 12 février 1986
4. Soit un achat de 24 millions de dollars E.-U. sur le marché et un solde de 253 millions de dollars E.-U. (portion d'une émission initiale de 350 millions de dollars E.-U. lancée le 15 octobre 1978) remboursé par anticipation
5. Obligations émises par Canadair Limitée le 15 novembre 1982 et prises en charge par le gouvernement canadien le 7 novembre 1985
6. Solde d'une émission de 80 milliards de yens lancée le 27 novembre 1985, remboursée par anticipation moyennant une prime de 0,5 %
7. Les bons du Canada sont des billets libellés en dollars E.-U. émis pour une échéance ne dépassant pas 270 jours.

Tableau 5

Date en 1989	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance %	Valeur nominale, en millions de dollars	Livraisons	Remboursements ²
-----------------	-----------------------------	----------	--------------------------------	--	------------	-----------------------------

Titres libellés en dollars canadiens

31 août	9¼ % 1 ^{er} mai 1996	6 ans, 8 mois et 1 jour	9,57	650		
6 sept.	9¾ % 6 septembre 1989	2 ans	10,35	800		550
21 sept.	9¼ % 1 ^{er} décembre 1999	10 ans, 2 mois et 10 jours	9,45	750		
1 ^{er} oct.	10 % 1 ^{er} octobre 1989					450
	10½ % 1 ^{er} octobre 1989					775
	9¼ % 1 ^{er} juillet 1992	2 ans et 9 mois	9,92	100		
	9¼ % 15 décembre 1994	5 ans, 2 mois et 14 jours	9,58	125		
	9¼ % 1 ^{er} décembre 1999	10 ans et 2 mois	9,46	850		
	9½ % 1 ^{er} juin 2010	20 ans et 8 mois	9,44	425		

1 500

19 oct.	9½ % 1 ^{er} septembre 1993	3 ans, 10 mois et 13 jours	10,11	750		
1 ^{er} nov.	10¾ % 1 ^{er} novembre 1989					350
	12¼ % 1 ^{er} novembre 1989	5 ans, 1 mois et 14 jours	9,62	750		325
16 nov.	9¼ % 1 ^{er} décembre 1999	10 ans et 15 jours	9,40	750		
6 déc.	9¼ % 6 décembre 1989					500
	10½ % 6 décembre 1991	2 ans	10,61	900		

15 déc.	1¼ % 15 décembre 1989	3 ans, 8 mois et 17 jours	10,22	125		1 075
	9½ % 1 ^{er} septembre 1993	5 ans, 2 mois et 17 jours	9,97	450		
	10 % 1 ^{er} mars 1995	9 ans, 11 mois et 17 jours	9,66	475		
	9¼ % 1 ^{er} décembre 1999	20 ans, 5 mois et 17 jours	9,46	450		

1 500

Ensemble des obligations en dollars canadiens						
			18 850	8 943	271 600	

Titres libellés en monnaies étrangères

15 févr.	150 millions de dollars É.-U.	obligations à 10¼ %				
	échéance 15 juillet 1995					177½
15 févr.	42 millions de dollars É.-U.	obligations à 8½ %				
	échéance 1 ^{er} avril 1998					50½
15 févr.	66 millions de dollars É.-U.	obligations à 9¼ %				
	échéance 15 octobre 1998					78½
20 mars	252 millions de FS	billets à 3¾ %				
	échéance 20 mars 1989					186
24 avril	67 millions de dollars É.-U.	obligations à 10¼ %				
	échéance 15 juillet 1995					80½

Titres négociables du gouvernement canadien : émissions et remboursements

Date en 1989	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance %	Valeur nominale, en millions de dollars	Livraisons Remboursements
--------------	--------------------------	----------	--------------------------	---	---------------------------

5 janv.	10¼ % 1 ^{er} février 1994	5 ans et 27 jours	10,28	650	
26 janv.	10¼ % 1 ^{er} décembre 1998	9 ans, 10 mois et 6 jours	10,31	600	
9 févr.	10¼ % 1 ^{er} février 1994	4 ans, 11 mois et 20 jours	10,06	650	
15 févr.	6¼ % 15 février 1989				150
	11 % 15 février 1989				200
	9½ % 15 juin 1994				51
	10 % 1 ^{er} octobre 1995				13
	9¼ % 15 mai 1997				48
	9 % 15 octobre 1999				29
	9¼ % 15 décembre 2000				22
	9½ % 1 ^{er} octobre 2001				65
	8¼ % 1 ^{er} février 2002				12
	9½ % 1 ^{er} octobre 2003				36
23 févr.	10 % 1 ^{er} juin 2008	19 ans, 3 mois et 6 jours	9,91	450	
5 mars	8 % 5 mars 1989				600
	11 % 5 mars 1991	2 ans	11,15	700	
15 mars	12½ % 15 mars 1989				575
	10¾ % 1 ^{er} mai 1993	4 ans, 1 mois et 17 jours	11,06	75	
	10¼ % 15 décembre 1995	6 ans et 9 mois	10,82	150	
	10¾ % 15 mars 1998	9 ans	10,66	625	
	10¼ % 15 mars 2014	25 ans	10,39	350	
30 mars	10¼ % 15 mars 2014	24 ans, 11 mois et 16 jours	10,32	500	
	10¾ % 15 mars 1998	8 ans, 11 mois et 2 jours	10,77	650	
13 avril	9¼ % 15 avril 1989				275
1 ^{er} juin	13¼ % 1 ^{er} juin 1989	19 ans	9,79	525	
	10 % 1 ^{er} juin 2008				550
6 juin	9 % 6 juin 1989				
	10½ % 6 juin 1991	2 ans	10,54	550	
1 ^{er} juill.	8½ % 1 ^{er} juillet 1989				1 175
	13½ % 1 ^{er} juillet 1989	5 ans et 3 mois	9,68	175	
	9½ % 1 ^{er} octobre 1998	9 ans et 3 mois	9,51	700	
	9½ % 1 ^{er} juin 2010	20 ans et 11 mois	9,50	450	
27 juill.	9¼ % 1 ^{er} mai 1996	6 ans, 9 mois et 5 jours	9,36	650	
	13¾ % 1 ^{er} août 1989	5 ans et 2 mois	9,44	750	442
10 août	9½ % 1 ^{er} juin 2010	20 ans, 9 mois et 22 jours	9,42	550	
24 août	9¼ % 15 décembre 1994	5 ans, 3 mois et 22 jours	9,29	750	

Prises en pension				Cessions en pension			
Prises en pension ordinaires		Prises en pension spéciales					
Nombre	Encours moyen ¹	Nombre	Encours moyen ¹	Nombre	Encours moyen ¹	Nombre	Encours moyen ¹
de jours		de jours		de jours		de jours	

—	—	3	69,1	—	—	—	—
1	5,7	—	—	1	6,3	—	—
3	29,3	—	—	1	25,0	—	—
—	—	1	119,4	—	—	—	—
—	—	3	79,0	—	—	—	—
3	67,8	3	114,4	1	6,8	—	—
2	30,7	3	133,9	—	—	—	—
2	18,4	—	—	—	—	—	—
3	76,1	1	12,8	—	—	—	—
10	337,8	1	38,2	—	—	—	—
10	470,2	2	59,5	—	—	—	—
7	159,8	1	16,4	1	4,5	—	—
8	412,5	—	—	—	—	—	—
8	—	2	87,7	—	—	—	—
10	332,5	2	—	—	—	—	—
7	205,2	2	75,9	—	—	—	—
7	114,3	4	115,0	—	—	—	—
6	162,0	1	33,5	—	—	—	—
3	37,6	1	31,5	—	—	—	—
3	34,0	1	62,0	—	—	—	—
5	121,8	—	—	—	—	—	—
5	76,6	1	34,1	1	7,5	—	—
1	12,5	—	—	—	—	—	—
8	123,1	—	—	—	—	—	—
2	17,8	1	74,5	—	—	—	—
4	97,5	1	17,5	—	—	—	—
12	369,6	2	94,2	—	—	—	—
3	20,3	1	93,2	4	56,4	—	—

Avances consenties par la Banque du Canada aux membres de l'Association canadienne des paiements et encours des pensions En millions de dollars, sauf indication contraire

Avances aux institutions
parabancaires membres
adhérents de l'ACP

Avances aux banques à charte

Nombre
de jours

Encours
moyen¹

Nombre
de jours

Encours
moyen²

1989	Janvier	1-15	9	187,5	173,3	12	38,5
	Février	1-15	11	201,0	164,0	12	29,6
	Mars	1-15	11	173,5	154,2	10	48,5
	Avril	1-15	10	162,1	168,0	7	80,2
	Mai	1-15	11	144,7	165,8	8	33,5
	Juin	1-15	11	134,4	145,1	11	60,5
	Juillet	1-15	9	168,1	169,8	12	28,5
	Août	1-15	11	164,9	150,2	10	23,9
1990	Septembre	1-15	10	124,2	101,5	10	33,2
	Octobre	1-15	9	108,5	140,0	11	36,6
	Novembre	1-15	10	127,4	100,8	15	34,9
	Décembre	1-15	11	76,5	93,3	12	43,1
	Janvier	1-15	10	126,2	128,6	15	37,3
	Février	1-15	11	180,4			

1. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables compris dans la période de calcul des moyennes

2. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables durant le mois

[illegible]

Opérations nettes¹ avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques

Opérations ordinaires	Bons du Trésor	Opérations de pension	Prises en pension ordinaires	Prises en pension spéciales	Cessions en pension
-----------------------	----------------	-----------------------	------------------------------	-----------------------------	---------------------

1. Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions, et le signe (-) le contraire.
2. Y compris les prises en pension ordinaires, les prises en pension spéciales et les cessions en pension

Tableau 2

Soldes de règlement des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements					
Montant cumulé des excédents pour la période	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables durant le mois	Somme des pondérations des jours de réserve de la période	
1 135	0,064	129	21	13	15
581	0,027			16	15
1 547	0,075	118	20	13	15
1 098	0,061			15	18
413	0,021	139	22	15	14
608	0,025			18	14
979	0,052		20	14	15
1 196	0,063	134	20	14	16
444	0,022	127	22	15	15
465	0,022			16	15
838	0,042	120	22	15	18
1 726	0,072			18	13
920	0,053	139	20	13	15
727	0,036			15	15
399	0,020	148	23	15	16
1 636	0,076			16	17
819	0,036	117	20	17	14
1 256	0,067			14	14
987	0,052	95	21	14	16
1 785	0,083			16	15
1 397	0,068	100	21	15	15
450	0,022			15	17
1 976	0,085	123	19	17	15
1 390	0,068			15	14
757	0,039	93	22	14	16
529	0,024			16	15
981	0,047			15	

Réserve-encaisse des banques à charte et soldes de règlement des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements

En millions de dollars, sauf indication contraire

Réserves-encaisse des banques à charte			
Montant minimum requis – Total	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada et en pièces de monnaie	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada

1989	Janvier	1-15	5 472	3 711	1 761	1 849
	Février	1-15	5 593	4 271	1 323	1 426
	Mars	1-15	5 345	3 549	1 796	1 824
	Avril	1-15	5 376	3 386	1 991	2 061
	Mai	1-15	5 228	3 405	1 823	1 853
	Jun	1-15	5 290	3 341	1 948	2 004
	Juliet	1-15	5 335	3 620	1 715	1 785
	Augt	1-15	5 434	3 798	1 636	1 663
	Septembre	1-15	5 363	3 771	1 593	1 641
	Octobre	1-15	5 368	3 783	1 584	1 655
	Novembre	1-15	5 431	3 768	1 663	1 756
	Décembre	1-15	5 454	3 742	1 712	1 828
1990	Janvier	1-15	5 450	3 752	1 699	1 753
	Février	1-15	5 611	4 462	1 149	1 214

Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles (en millions de dollars)¹

Actif	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)				Avances aux membres de l'ACP (montant net)				Billets en circulation				Passif			
	Avoirs nets en monnaies étrangères	Avances aux membres de l'ACP	Autres éléments de l'actif	Autres éléments de l'actif	Avoirs nets en monnaies étrangères	Avances aux membres de l'ACP	Autres éléments de l'actif	Autres éléments de l'actif	Passif-dépôts en dollars canadiens	Banques à charte	Autres membres de l'ACP	Autres	Passif-dépôts en dollars canadiens	Banques à charte	Autres membres de l'ACP	Autres
1989																
Janvier	-485	-1 929	7	-137	-485	-1 929	7	-137	-2 323	-127	-249	-2	157	-43	5	-1
Février	493	-402	-45	-191	493	-402	-45	-191	-102	-28	23	5	-43	146	6	-65
Mars	-958	1 053	54	-159	-958	1 053	54	-159	-20	-177	42	-1	146	-65	-10	63
Avril	75	-13	204	151	75	-13	204	151	14	526	-63	93	63	-65	-10	33
Mai	284	1 357	-356	14	284	1 357	-356	14	920	233	93	-10	63	-65	-10	33
Juin	2 287	-1 891	54	-65	2 287	-1 891	54	-65	642	-433	141	1	33	-20	397	-20
Juillet	1 108	-531	250	37	1 108	-531	250	37	-206	708	-15	397	-20	-121	-403	8
Août	-1 598	1 129	-549	-237	-1 598	1 129	-549	-237	14	-833	87	-403	-121	-31	-9	-40
Septembre	-174	-700	76	144	-174	-700	76	144	-188	-189	-253	8	-31	-9	-40	-40
Octobre	-62	515	-101	11	-62	515	-101	11	129	154	91	-2	-9	-40	-40	-40
Novembre	-292	-360	160	110	-292	-360	160	110	66	-322	-84	-1	-40	-40	-40	-40
Décembre	-200	2 180	72	343	-200	2 180	72	343	2 112	99	157	7	21	-40	-40	-40
Variation pour l'année	478	408	-174	21	478	408	-174	21	1 058	-389	-30	5	91	-40	-40	-40
1990																
Janvier	424	-2 375	243	-198	424	-2 375	243	-198	-2 470	567	-47	-10	53	-40	-40	-40

1. Les chiffres ayant été arrondis, le total pour l'année peut différer de la somme des variations mensuelles.

nominale des titres déposés à la CDS représentait environ 70 % de l'encours de ces émissions.

Les soldes non réclamés

En 1989, la Banque a donné suite à quelque 10 300 demandes de renseignements concernant des soldes non réclamés, ce qui représente une hausse de 15 % par rapport à l'année précédente. Le nombre de ces demandes a plus que triplé depuis 1983, année où la Banque a placé dans chacune de ses agences des exemplaires des registres centraux de tous les soldes conservés chez elle, que le public peut consulter gratuitement. En 1989, la Banque a examiné plus de 8 600 dossiers et effectué 2 558 paiements, pour un montant total de 1,6 million de dollars. À la fin de 1989, le montant des soldes non réclamés tenus à la Banque s'élevait à 98,4 millions de dollars; ce montant figure au poste «Autres dépôts» de l'État de l'actif et du passif.

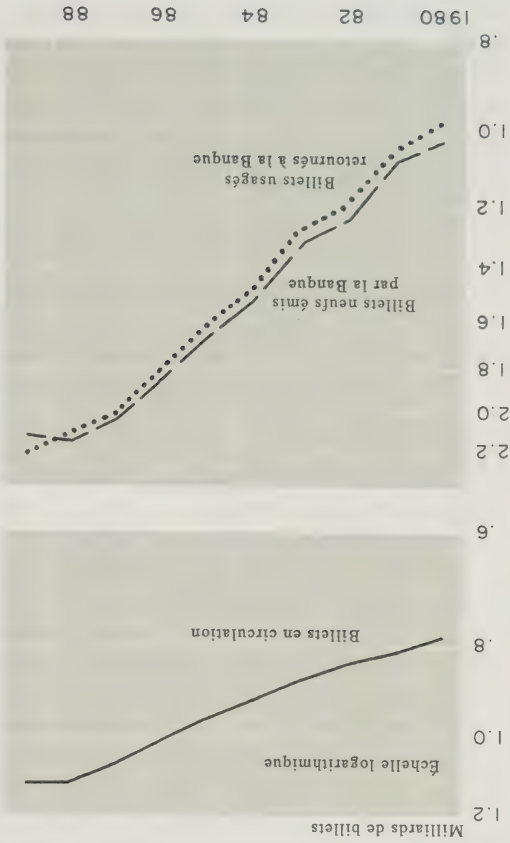
La Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée (CDS)

Comme il est mentionné dans la section du présent rapport traitant de l'évolution monétaire et financière, la Banque a continué, en 1989, de collaborer avec la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée pour améliorer l'efficacité des activités de compensation et de règlement des opérations sur titres au Canada. L'été dernier, les progrès à cet égard ont été jugés suffisants pour que les émissions d'obligations négociables intérieures du gouvernement canadien puissent être traitées, à l'essai, par les systèmes informatisés de compensation et de règlement de la CDS.

Au début d'octobre, les institutions financières utilisant déjà les services de la CDS ont commencé à déposer chez cette dernière leurs obligations négociables du gouvernement canadien. À la fin de l'année, 19 émissions avaient été déclarées admissibles au Système d'inscription en compte de la CDS, et la valeur

de ces feuilles ont été vendues. Le nombre de billets de un dollar en circulation a baissé de plus du tiers au deuxième semestre de 1989, pour s'établir à 195 millions à la fin de l'année. Comme les billets de un dollar se faisaient plus rares, la demande de billets de deux dollars s'est accrue de telle sorte que la croissance de l'en-cours de ces billets a été beaucoup plus rapide en 1989 qu'au cours des années précédentes. Pendant les dernières années, la croissance du volume de billets traités par la Banque a été nettement plus rapide que celle du nombre de billets en circulation. L'augmentation considérable de billets traités s'explique par l'usage de plus en plus répandu des guichets automatiques et par le nombre grandissant d'institutions financières qui font affaire directement

Billets de banque



Le service de la dette

avec la Banque au lieu de passer par un inter-médiaire. Toutefois, la Banque ayant cessé d'émettre des billets de un dollar, le nombre de billets en circulation ou prélevés par les institutions financières n'a pas augmenté en 1989. Par contre, le nombre de billets usagés retournés à la Banque par les institutions financières a continué de croître, car il englobait tous les billets de un dollar retirés de la circulation pour destruction.

Le volume de travail lié à l'administration de la dette publique a diminué en 1989 par rapport au niveau record qu'il avait atteint l'année précédente. Cela tient en grande partie à la baisse du volume des transactions portant sur les obligations d'épargne du Canada, qui représentent environ 80 % de la charge de travail. Cette baisse est elle-même imputable au fléchissement des ventes d'obligations d'épargne du Canada par rapport à 1988 et à la réduction de la quantité de paiements d'intérêts effectués. Toutefois, le nombre de remboursements traités en 1989 s'est encore accru, notamment au premier semestre. En octobre 1989, la Banque a annoncé la mise en circulation d'un nouveau modèle de bon du Trésor et d'obligation négociable du gouvernement canadien. Les modifications apportées visaient à faciliter la manipulation de ces titres et à les doter d'éléments de sûreté additionnels. La première émission de nouveaux bons du Trésor eut lieu le 20 octobre 1989, et celle d'obligations, le 4 janvier 1990.

En mars 1989, la Banque a annoncé qu'elle imposerait des droits pour toutes les opérations qu'elle doit effectuer le même jour sur des titres négociables du gouvernement canadien en circulation, ce, en vue de recouvrer auprès des utilisateurs les frais qu'elle engage directement pour fournir ce service. Ainsi, depuis le 1^{er} septembre 1989, elle facture 20 dollars par transaction. Des droits équivalents pour les opérations concernant les bons du Trésor seront également instaurés trois mois après que la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée aura été en mesure d'accepter ces titres dans ses systèmes de compensation et de règlement, ou, à défaut, le 1^{er} mars 1991 au plus tard.

L'émission des billets de banque, le service de la dette et les opérations bancaires

La Banque du Canada est chargée de l'émission des billets de banque et de l'administration de la dette intérieure du gouvernement canadien. Ces fonctions, qui nécessitent le traitement de quantités importantes de billets de banque, de titres et de données, occupent directement à peu près la moitié du personnel de la Banque. Les trois quarts environ des dépenses totales de la Banque, énumérées dans l'État des revenus et des dépenses reproduit à la fin du Rapport, sont liées à l'achat et à l'émission de billets de banque et aux opérations de gestion de la dette que la Banque effectue en sa qualité d'agent financier du gouvernement.

La Banque fournit aussi des services bancaires au gouvernement et gère des comptes de dépôt pour les membres de l'Association canadienne des paiements ainsi que pour des banques centrales et des organismes financiers internationaux. La Banque a également la garde des soldes non réclamés, c'est-à-dire les comptes qui ont été transférés chez elle après avoir été inactifs pendant dix ans dans les banques à charte.

L'émission des billets de banque

À la fin de 1989, l'encours total des billets se chiffrait à 22,1 milliards de dollars, soit près de 90 % de l'ensemble des engagements de la Banque, comme le montre l'État de l'actif et du passif. La Banque met des billets en circulation pour répondre à l'accroissement de la demande et pour remplacer les billets impropres à la circulation. En plus d'émettre des billets neufs, la Banque remet en circulation les billets usagés en bon état qui lui ont été retournés par les institutions financières ayant un surplus de numéraire.

En 1989, la Banque a mis en circulation de nouveaux billets de 10 dollars et de 50 dollars, soit la troisième et la quatrième coupure de la plus récente série. La coupure de 10 dollars a été mise en circulation le 27 juin, et celle de

50 dollars, le 1^{er} décembre. À la fin de 1989, la Banque avait émis 90 millions de nouveaux billets de 10 dollars – ce qui équivalait aux deux tiers du nombre total de billets de cette coupure en circulation – ainsi que plus de quatre millions de nouveaux billets de 50 dollars.

Tous les billets de la nouvelle série comportent de nouveaux éléments de sûreté qui visent à prévenir la contrefaçon. Le nouveau billet de 50 dollars est de plus muni d'une vignette de sûreté, qui a la propriété de passer du doré au vert selon son angle d'inclinaison. Cette vignette, propre aux billets de banque canadiens, est le fruit d'un important programme de recherche et développement entrepris par la Banque du Canada, de concert avec le Conseil national de recherches du Canada et diverses sociétés privées. Il est prévu que la vignette de sûreté sera appliquée sur d'autres coupures de la nouvelle série.

En outre, les billets de la nouvelle série sont conçus de façon à permettre aux handicapés visuels et aux aveugles d'en distinguer la coupure. Ainsi, les chiffres qui y sont imprimés ont été agrandis pour rendre les coupures plus aisément reconnaissables. De plus, un appareil électronique, mis au point et fabriqué au Canada dans le cadre d'un programme financé par la Banque, permet de décoder les caractères figurant au recto des billets. Grâce aux techniques de réponse vocale, ce lecteur portatif peut «dire», dans l'une ou l'autre langue officielle, la coupure des billets de la nouvelle série. Les aveugles peuvent emprunter un de ces appareils, sans frais et à titre permanent, auprès de l'Institut national canadien pour les aveugles.

La Banque a cessé d'émettre des billets de un dollar le 30 juin 1989, deux ans après la mise en circulation de la pièce de même valeur. Elle a aussi mis fin, ce jour-là, à la vente de feuilles non coupées de 40 billets de un dollar commencée en décembre 1988. Près de 115 000

d'émissions d'obligations en devises totalisant environ 2 milliards de dollars E.-U. et dont il est question dans la section précédente du Rapport. Les réserves officielles de change du Canada, qui équivalaient à 16 197,6 millions de dollars E.-U. à la fin de 1988, étaient passées à 16 795,8 millions de dollars E.-U. à la fin de 1989. Toutefois, en réaction aux variations brusques du dollar canadien, ces réserves ont baissé de 1 145,2 millions de dollars E.-U. en janvier 1990.

À plusieurs reprises en 1989, la Banque du Canada, de concert avec les banques centrales d'autres pays membres du Groupe des sept, est intervenue sur le marché des changes de façon à atténuer les fluctuations du dollar américain par rapport aux grandes monnaies des pays d'outre-mer. Cependant, comme ces interventions sur le cours du dollar E.-U. ont été menées en marks allemands et en yens, elles n'ont pas modifié le montant total des réserves officielles de change du Canada.

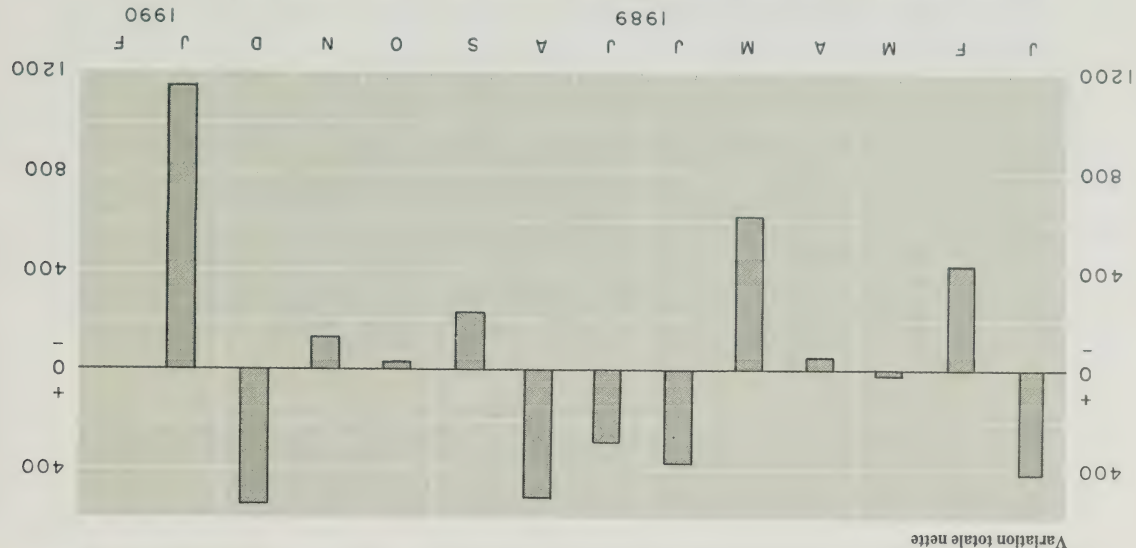
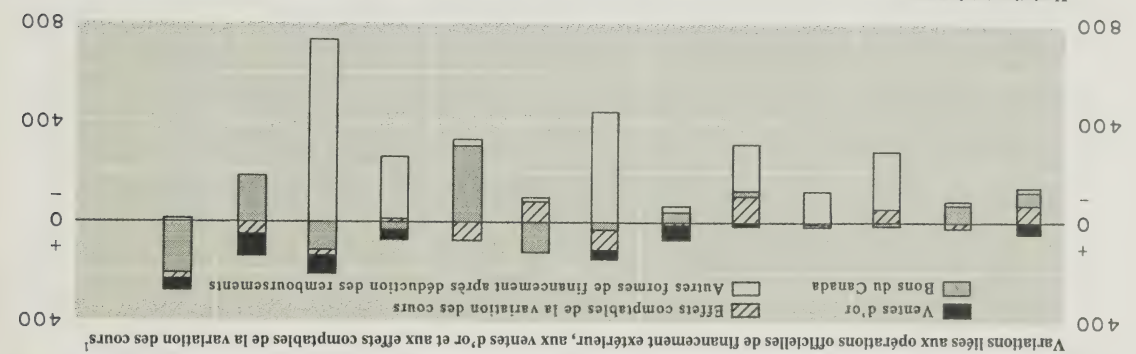
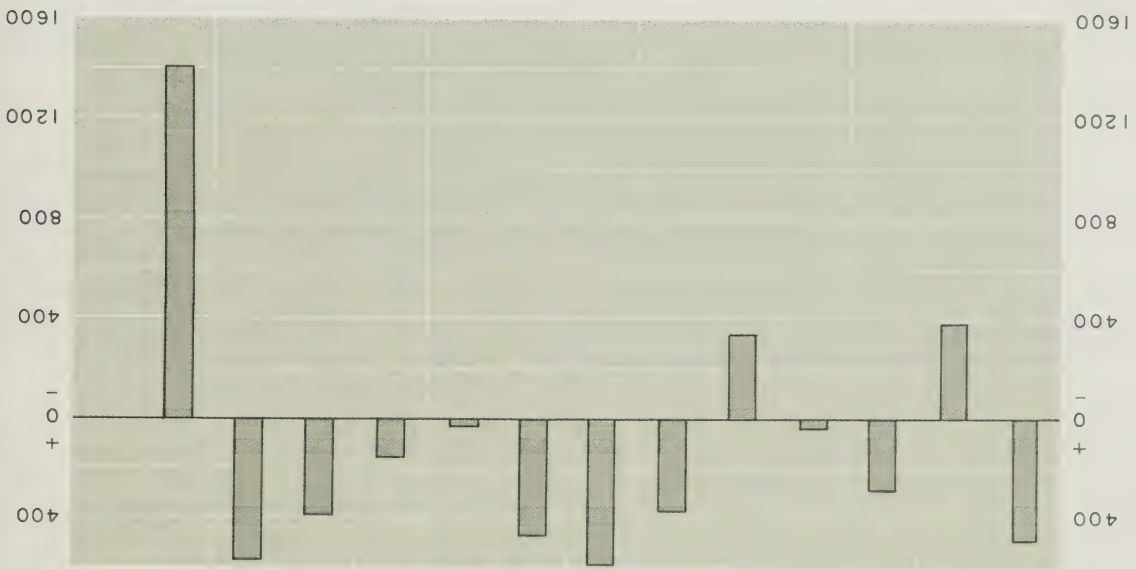
vers la fin de décembre, son cours le plus élevé depuis septembre 1980. Il a fléchi légèrement durant les derniers jours de 1989, pour coter 0,8632 dollar E.-U. à la clôture des opérations en fin d'année. À l'aube de 1990, le dollar canadien, qui se négociait à plus de 0,8650 dollar E.-U. début janvier, a connu une forte baisse et, fin février, son cours oscillait entre 0,83 et 0,84 dollar E.-U.

Les opérations sur devises que la Banque du Canada a effectuées, en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du ministre des Finances, ont visé à favoriser un comportement ordonné du dollar canadien sur le marché des changes. Compte tenu du raffermissement du dollar canadien, les achats officiels de devises en 1989 (notamment des dollars E.-U., des yens et des marks allemands) ont excédé les ventes et donné lieu à une augmentation des réserves officielles de change. L'effet de ces achats nets sur le niveau des réserves a été contrebalancé en partie par les remboursements qui ont été effectués au titre d'emprunts et

Variations des réserves officielles

Millions de dollars E.-U., données mensuelles

À l'exclusion des opérations officielles de financement extérieur, des ventes d'or et des effets comptables de la variation des cours¹



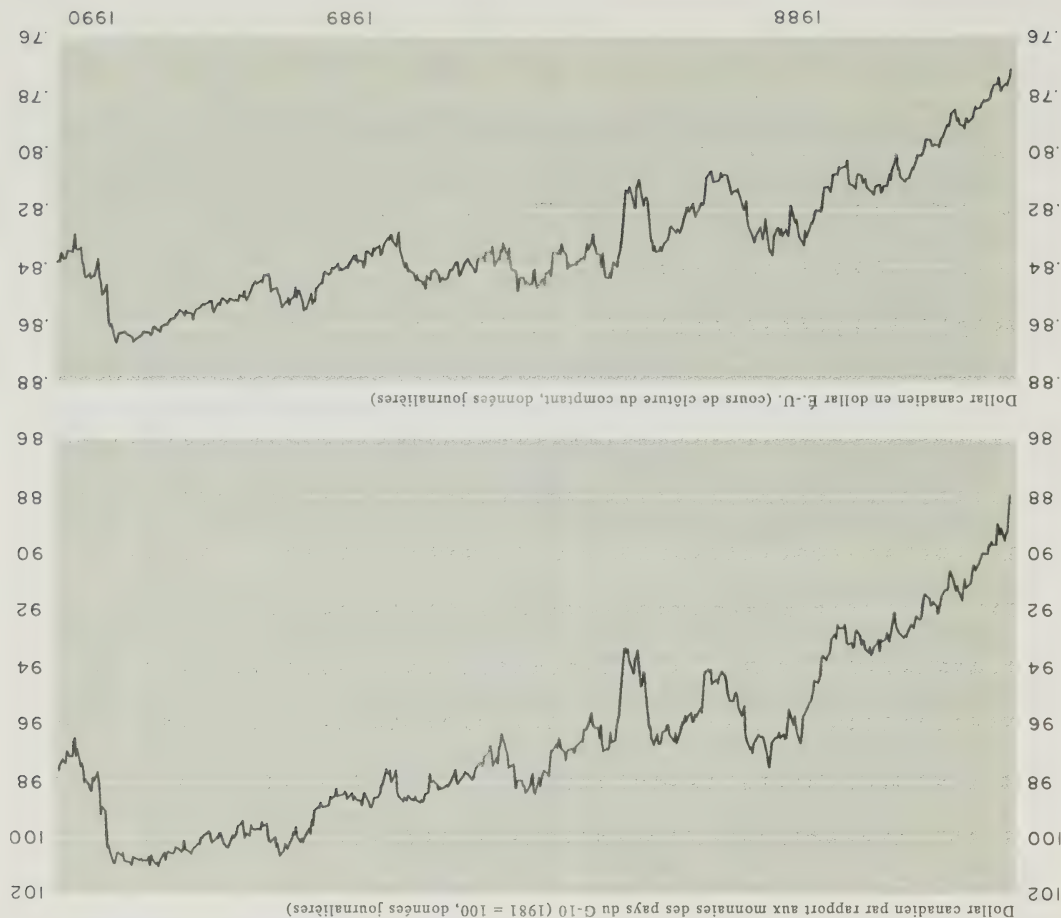
1. La valeur en dollars E.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le cours du dollar E.-U. baisse par rapport au DTS et elle diminue dans le cas contraire.

Les opérations de change

En 1989, le dollar canadien s'est apprécié d'environ 3 % par rapport à la devise américaine et d'un peu plus de 4 %, selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, par rapport aux monnaies des pays du Groupe des dix. Tout au long du premier semestre, à l'exception de la période de repli

momentané qu'il a connue fin avril à la suite du dévoilement du budget fédéral, le dollar canadien s'est maintenu à l'intérieur d'une fourchette assez étroite, comprise entre 0,8350 et 0,8450 dollar E.-U. Au second semestre cependant, il s'est progressivement raffermi pour atteindre temporairement 0,8652 dollar E.-U.

Taux de change



Les données vont jusqu'au 27 février 1990.

tant des paiements d'intérêts à taux fixe qui serviront à payer les intérêts sur l'encours de ses obligations à taux fixe. En contrepartie, il leur verse, sur des montants en principal équivalents, des intérêts calculés sur la base d'un taux qui varie en fonction du taux des acceptations bancaires à trois mois. Au cours de l'année, 2 050 millions de dollars de swaps ont été négociés, ce qui a porté à 3 000 millions de dollars l'encours de ces effets. Les nouveaux swaps, qui ont tous été conclus avec des institutions financières canadiennes, portaient sur des échéances allant de 2 ans et 8 mois à 14 ans et 10 mois. Si l'écart moyen entre les taux des acceptations bancaires à trois mois et ceux des bons du Trésor à trois mois se maintient au niveau généralement observé au cours des deux dernières années, soit un peu moins de 15 points de base, le taux variable auquel seront calculés les intérêts que le gouvernement devra effectivement payer en vertu des swaps conclus se situera à environ 72 points de base au-dessous du taux des bons du Trésor à trois mois.

Compte tenu du gonflement important qu'avait enregistré les réserves de change en 1988, le gouvernement a réduit sa dette en devises d'environ 2 milliards de dollars E.-U. en 1989, et aucune nouvelle émission d'obligations en devises n'a été lancée.

Quatre émissions d'obligations du gouvernement canadien, dont deux libellées en francs suisses, une en marks allemands et une en dollars E.-U., ainsi que deux émissions de Canadair Limitée en dollars E.-U. sont arrivées à échéance et ont été remboursées. En outre, un emprunt consorcial en yens a fait l'objet d'un remboursement anticipé. On trouvera au Tableau 5, en annexe, des renseignements sur le marché environ 172 millions de dollars E.-U. de sa dette extérieure non échue. Mis en place en 1988, ce programme de rachat a porté sur

trois emprunts en dollars E.-U. venant à échéance en juillet 1995, en avril 1998 et en octobre 1998. Par ailleurs, les 253 millions de dollars E.-U. de titres de l'émission d'octobre 1998, toujours en circulation après ces rachats officiels sur le marché, ont fait l'objet d'un remboursement anticipé en octobre.

Depuis 1986, le gouvernement émet des bons du Canada. Il s'agit de billets à court terme en dollars E.-U. émis sur le marché monétaire américain. Ce mode de financement donne accès à une source relativement peu onéreuse de dollars E.-U. Comme le niveau des réserves de change est resté élevé durant l'année, cette source de financement n'a pas été fortement utilisée, mais l'encours des bons a été maintenu à un niveau qui permet d'en préserver l'accès pour l'avenir. Les soldes de fin de mois se sont établis entre un sommet de 1 053 millions de dollars E.-U. en août et un creux de 680 millions de dollars E.-U., enregistré en fin d'année.

Le niveau relativement élevé des réserves de change et l'existence du programme d'émission de bons du Canada ont aussi permis au gouvernement de réduire la taille et le coût de ses marges de crédit renouvelables en dollars E.-U. Ces dernières, qui assurent un accès rapide au marché américain du crédit à court terme, n'ont pas été utilisées depuis 1986. La marge de crédit auprès des banques canadiennes a été réduite de 3 à 1 milliard de dollars E.-U., et celle dont dispose le gouvernement auprès des banques étrangères est passée de 4 à 2 milliards de dollars E.-U. La renégociation des modalités des deux marges de crédit, qui a eu lieu au début de 1990, s'est soldée par l'abaissement des commissions d'engagement et le report des échéances à 1995. La réduction de la taille des marges de crédit et des commissions d'engagement a fait passer le coût annuel des deux marges de crédit de 6,8 millions à 1,5 million de dollars E.-U.

maintien du solde de ses dépôts, généralement peu rémunérés, à un niveau tout juste suffisant pour couvrir ses besoins quotidiens de trésorerie. Afin d'accroître encore sa marge de manœuvre, le gouvernement a émis davantage de bons du Trésor assortis d'échéances très courtes, dont certaines de 16 jours à peine, pour combler les manques temporaires de sa trésorerie ou pour réduire la taille des adjudications hebdomadaires régulières. En tout, 25 émissions de ces bons de gestion de trésorerie ont été lancées en 1989 et ont permis de recueillir 22,5 milliards de dollars, contre environ 13,8 milliards en 1988 et 5,0 milliards en 1987.

En vue d'assurer une gestion efficace de sa trésorerie, le gouvernement a continué de recourir au placement par adjudication de ses dépôts à terme. Dans le cadre de ce programme institué en 1986, il adjuge aux soumissionnaires admissibles, c'est-à-dire les adhérents de l'Association canadienne des paiements, la portion excédentaire de ses liquidités, et ce, à des échéances précises. Il s'est tenu en général quatre ou cinq adjudications par semaine en 1989; les montants adjugés se sont situés entre 200 et 1 950 millions de dollars, et les échéances entre 1 et 10 jours.

Un nouvel élément a été ajouté au cours de l'année au programme de gestion de la trésorerie du gouvernement. En plus de ses liquidités excédentaires quotidiennes, le gouvernement a commencé à mettre aux enchères le solde quotidien de ses dépôts à vue. En vertu de ce mécanisme, les adhérents présentent leurs soumissions, sous forme d'un écart négatif par rapport au taux de base des prêts bancaires, pour la portion du solde quotidien des dépôts à vue qu'ils désirent obtenir chaque jour de la période de calcul de la moyenne des réserves postérieure à l'adjudication. Auparavant, les adhérents recevaient une part fixe de ces dépôts à vue, qui était déterminée en fonction de la proportion de l'ensemble des dépôts en dollars canadiens qu'ils détenaient, et payaient un taux égal au taux de base des prêts bancaires moins un écart préétabli.

Le programme des swaps de taux d'intérêt sur le marché intérieur, instauré en février 1988 par le gouvernement canadien, a été maintenu en 1989. Dans le cadre de ce programme, le gouvernement reçoit des autres parties contrac-

pour s'établir à 42,5 milliards de dollars vers la fin de l'année. Cette baisse tient principalement aux remboursements importants survenus au premier semestre de l'année et aux ventes relatives ment faibles réalisées durant la campagne d'octobre 1989. La campagne de l'année précédente s'était soldée par des ventes considérables en raison du rendement de 9 1/2 % dont était assortie l'émission de 1988. En février 1989, comme les taux d'intérêt à court terme avaient augmenté d'environ 100 points de base depuis l'automne, le ministre des Finances a annoncé le relèvement, d'un point de pourcentage, du taux des obligations d'épargne du Canada pour la période de quatre mois commençant le 1^{er} mars. L'ascension des taux à court terme s'étant poursuivie après cette annonce, plus de 11,6 milliards de dollars d'obligations d'épargne du Canada ont été présentées au remboursement au premier semestre de l'année. En juin, le ministre annonçait que le taux de 10 1/2 % serait maintenu pendant une autre période de quatre mois se terminant, elle, le 31 octobre. L'émission de 1989 d'obligations d'épargne du Canada, dont l'échéance est de 12 ans, produit des intérêts à un taux de 10 1/2 % la première année. Le chiffre brut des ventes a été de 9,3 milliards de dollars pour la nouvelle émission, contre 15 milliards l'année précédente et 13 milliards en moyenne pour les sept campagnes antérieures.

Le programme d'émission de bons du Trésor s'est de nouveau révélé être un mécanisme de financement d'une extraordinaire sous-plexse. En février, au plus fort du mouvement d'encasement d'obligations d'épargne du Canada, le gouvernement a émis un montant brut de 22,1 milliards de dollars de bons du Trésor, se procurant ainsi 5,8 milliards de dollars d'argent frais. En juin, comme il n'avait toujours pas reçu du Parlement l'autorisation de contracter des emprunts assortis d'échéances supérieures à six mois, le gouvernement a de nouveau eu recours à l'émission de bons du Trésor, pour recueillir cette fois 6,6 milliards de dollars d'argent frais. À d'autres moments de l'année, lorsque les besoins de financement étaient modestes, l'encours des bons du Trésor a en fait été réduit. La capacité qu'a le gouvernement de varier la taille des adjudications hebdomadaires a joué un rôle clé dans les efforts qu'il consacre au

La gestion de la dette publique et du Trésor

La Banque du Canada, en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, conseille celui-ci et lui fournit des services administratifs en matière de gestion de la dette publique. La dette intérieure de l'État s'est accrue de 24,5 milliards de dollars en 1989, après avoir progressé de 31,4 milliards en 1988 et de 24,5 milliards en 1987. Une part des emprunts contractés en 1989 a servi à financer des achats nets de devises de l'ordre de 3,6 milliards de dollars, ce qui représente une diminution d'environ 7 milliards de dollars par rapport aux achats nets de l'année précédente et explique en grande partie la baisse générale des besoins de financement observée en 1989.

Le recours accru au financement par émission de bons du Trésor, qui a atteint un niveau record en 1989, est attribuable à un certain nombre de facteurs, notamment le fait que pendant trois mois le gouvernement ne détenait pas le pouvoir de contracter des emprunts à long terme et le niveau exceptionnellement élevé des remboursements d'obligations d'épargne du Canada. La hausse de 25,5 milliards de dollars de l'encours des bons du Trésor a en fait dépassé la progression totale de la dette intérieure. Pour leur part, les émissions d'obligations négociables ont permis de recueillir 9,9 milliards de dollars, tandis que l'encours des obligations d'épargne du Canada a baissé d'environ 10,9 milliards de dollars. Le tableau ci-après montre la part des bons du Trésor, des obligations négociables et des obligations d'épargne du Canada dans l'ensemble du financement obtenu ces cinq dernières années.

Au cours de l'année, 24 nouvelles émissions d'obligations négociables ont été lancées; les renseignements qui s'y rapportent sont fournis en annexe, au Tableau 5. Environ 70 % de la valeur des nouvelles émissions a été placée par voie d'adjudication. Les échéances des nouvelles obligations étaient réparties assez également entre le court, le moyen et le long terme, l'échéance moyenne s'établissant à 9,2 ans, contre 8 ans l'année précédente. Cependant, l'échéance moyenne de la portion de la dette totale constituée de titres négociables (bons du Trésor et obligations négociables) est passée de 4 ans et 5 mois à 4 ans. Ce changement s'explique par l'augmentation de la part de la dette détenue sous forme de bons du Trésor, qui a grimpé de 36,4 % à 42,2 %.

L'encours des obligations d'épargne du Canada a diminué d'un montant sans précédent

Variations de l'encours des titres en dollars canadiens du gouvernement canadien entre 1985 et 1989 (Milliards de dollars (valeur nominale))

1985	1986	1987	1988	1989
Bons du Trésor.....	+ 9,7	+ 10,3	+ 4,5	+ 20,9
Obligations négociables.....	+ 13,3	+ 11,3	+ 11,2	+ 11,0
Obligations d'épargne du Canada.....	+ 6,2	- 4,3	+ 8,8	- 0,5
Total.....	+ 29,2	+ 17,3	+ 24,5	+ 31,4
				+ 24,5
				- 10,9
				+ 9,9
				+ 25,5
				1989

spéciales, en ce sens qu'elles permettent à la Banque de contrebalancer directement les pressions à la baisse sur les taux du financement à un jour. Le recours aux cessions en pension a été plutôt rare en 1989. En effet, celles-ci n'ont été offertes que sept fois aux participants du marché et n'ont trouvé preneur qu'en cinq occasions pour des montants assez faibles.

Les ventes et les achats de titres effectués directement sur le marché, appelés opérations d'open market, ont été peu fréquents en 1989. Néanmoins, les ventes nettes de bons du Trésor ont totalisé 2,7 milliards de dollars (voir le Tableau 3 reproduit en annexe). Elles ont surtout été conclues à des moments où la Banque s'efforçait de contre la tendance à la baisse des taux à court terme, soit vers la fin de mars et au cours du mois de mai. La Banque a aussi procédé à l'occasion, en 1989, à des swaps de bons du Trésor. Le plus souvent, elle a simplement cherché par ce moyen à rééquilibrer son portefeuille-titres; mais à d'autres moments, notamment en février, elle a acquis des bons à trois mois en échange de bons assortis d'échéances plus courtes dans le but de faire échec aux pressions à la hausse qui s'exerçaient sur le taux des bons à trois mois, sans pour autant gonfler son portefeuille global de bons du Trésor.

En plus des opérations dictées par les objectifs de sa politique monétaire, la Banque effectue des opérations sur titres pour son propre compte ou celui de clients (gouvernement cana-

dien, banques centrales et organismes internationaux). Comme le montre le Tableau 3 présenté en annexe, le portefeuille d'obligations négociables de la Banque a diminué de 656 millions de dollars, le montant des titres venant à échéance ayant été supérieur à celui des achats de nouvelles obligations. Pour sa part, le portefeuille de bons du Trésor s'est accru de 1,2 milliard de dollars en 1989. La Banque a acquis une part importante de ces titres au cours de l'année à l'occasion des adjudications hebdomadaires, mais la plus grande partie de ces acquisitions a servi à remplir les commandes des clients.

Il arrive que les comptes des adhérents de l'Association canadienne des paiements tenus à la Banque du Canada affichent des manques pour diverses raisons, notamment par suite des mesures que prend la Banque pour faire varier le niveau général des réserves ou des soldes de règlement. Lorsque cela se produit, la Banque accorde un prêt à un jour à l'institution qui a un découvert. Le Tableau 4, fourni en annexe, fait état du montant moyen des avances octroyées dans pareilles situations en 1989. Les chiffres indiqués comprennent aussi les avances spéciales consenties en 1985 à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque. La liquidation en cours de ces deux banques insolvables avait permis de réduire le solde de ces avances à 46,4 millions de dollars à la fin de 1989.

financement font défaut ou sont trop onéreuses. La Banque peut aussi prendre l'initiative de ces opérations lorsqu'elle veut contre les pressions à la hausse injustifiées s'exerçant sur les taux de financement à un jour. Le montant et le taux de rémunération de cet instrument, appelé prise en pension spéciale, sont fixés par la Banque. Lancées en 1985, les prises en pension spéciales se sont développées à tel point qu'en 1987 et en 1988 elles représentaient le gros des opérations de pension effectuées.

En 1989, la plupart des opérations de pension conclues avec les agents agréés du marché monétaire étaient des prises en pension ordinaires. Les variations des taux d'intérêt à court terme survenues au cours de l'année cadrant généralement avec les objectifs de la politique monétaire suivie par la Banque du Canada, le besoin de conclure des prises en pension spéciales s'est moins fait sentir. Le Tableau 4 présenté en annexe donne les chiffres du crédit octroyé sous forme de prises en pension ordinaires et de prises en pension spéciales. Les prises en pension ordinaires ont été particulièrement nombreuses à la fin de mai, en juin et en juillet, soit à des moments où la Banque s'efforçait de contre les pressions à la baisse sur les taux d'intérêt du marché monétaire. Au cours de cette période, les taux du financement à un jour ont souvent été égaux ou supérieurs au taux d'escompte, de sorte que les prises en pension ont représenté un mode de financement relativement bon marché. En fait, cette relation entre le loyer de l'argent à un jour et le taux d'escompte s'est maintenue pendant la plus grande partie de 1989, particulièrement au second semestre, et explique pour une bonne part que les agents agréés aient eu davantage recours aux opérations de pension en 1989 que l'année précédente.

La Banque procède également à des prises en pension. Essentiellement, ces opérations sont l'inverse des prises en pension

Dans la mise en œuvre de sa politique monétaire, la Banque du Canada recourt à plusieurs techniques en vue d'influencer les taux d'intérêt à court terme. La plus importante de ces techniques est l'ajustement quotidien des réserves-encaisse des banques à charte et des soldes de règlement des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements (ACP). Le niveau des réserves et des soldes de règlement mis à la disposition des membres de l'ACP est établi chaque jour de façon à assurer un fonctionnement ordonné du marché du financement à un jour. Le Tableau 2 reproduit en annexe fait état du montant minimum de réserves requis par les banques et du niveau moyen des réserves et des soldes de règlement effectivement mis à la disposition des établissements financiers par la Banque du Canada en 1989.

Les interventions directes sur le marché monétaire sont une autre technique qu'utilise la Banque dans la mise en œuvre de sa politique monétaire. La Banque effectue fréquemment des opérations à un jour avec certains participants du marché monétaire dans le but d'influencer l'évolution des taux à un jour. À d'autres occasions, elle vend ou achète des bons du Trésor sur le marché afin d'agir sur les taux d'intérêt en général.

Les opérations sur le marché à un jour consistent habituellement en un concours temporaire, sous forme de prise en pension d'effets, aux agents agréés du marché monétaire, c'est-à-dire les courtiers en valeurs mobilières habilités à conclure ce genre d'opérations. En vertu de ce mécanisme, la Banque achète des bons du Trésor ou d'autres avoirs à court terme que l'agent agréé rachète ensuite, généralement le lendemain, à un prix convenu au préalable. Les opérations de pension peuvent être entreprises à l'initiative des agents agréés, jusqu'à concurrence d'un montant établi à l'avance et rémunéré au taux d'escompte, lorsque les autres sources de

les demandes de ressources supplémentaires

devant servir à garantir une portion des paiements d'intérêts liés à la réduction de l'encours et du service de la dette. De son côté, le Japon a promis d'engager des ressources importantes dans le but de renforcer davantage la stratégie de

réduction de la dette.

Plusieurs pays lourdement endettés ont déjà été jugés admissibles à l'assistance du FMI et de la Banque mondiale en vertu du nouveau plan et ont amorcé des négociations avec leurs créanciers bancaires en vue de réduire l'encours et le service de leur dette. À cet égard, le

Mexique, les Philippines et le Costa Rica ont conclu des ententes de principe avec leurs créanciers au cours de 1989. Toutes ces ententes, même si elles diffèrent dans leurs modalités, prévoient une réduction non négligeable des dettes contractées auprès d'institutions financières privées, laquelle sera financée en grande partie par le FMI et la Banque mondiale. Une

première opération de réduction de la dette a eu lieu au début de 1990 en vertu de l'entente

signée par les Philippines, et elle devrait être suivie d'autres opérations similaires d'ici la fin de l'année. On s'attend à ce que des opérations de

réduction de la dette soient menées en mars 1990 dans le cadre de l'entente conclue par le

Mexique. Le Costa Rica devrait également pouvoir faire de même en 1990. Les banques canadiennes, qui sont représentées aux comités

d'orientation des banques négociant la réduction de la dette des pays en développement, ont participé activement à ces initiatives.

En 1989 et au début de 1990, la Banque du Canada, avec le consentement du ministre des Finances, a participé en collaboration avec les

autorités monétaires d'autres pays industriels à deux ententes visant à accorder des crédits-relais à court terme. À ces deux reprises, les crédits

octroyés étaient liés à un programme d'ajustement économique mis en œuvre avec l'aide du FMI et de la Banque mondiale. Le Canada a

souscrit, jusqu'à concurrence de 100 millions de dollars E.-U., à une opération multilatérale d'un montant maximal de 2 milliards de dollars E.-U. au profit du Mexique. Ce prêt a été remboursé le 15 février 1990. La part du Canada dans un

prêt de 500 millions de dollars E.-U. consenti à la Pologne a été de 20 millions de dollars E.-U. Vers la fin de février 1990, la totalité du prêt

consenti à ce pays avait été remboursée.

international (FMI) et la Banque mondiale. Tout

en insistant sur le besoin que ces pays ont encore de capitaux frais d'origine étrangère, le nouveau plan fait aussi ressortir la nécessité d'une réduction de l'endettement dans certains cas. Ainsi, il

reconnaît le fait que le surendettement envers l'étranger peut nuire aux projets d'investissement nationaux et compromettre fortement le retour à

une croissance durable non inflationniste.

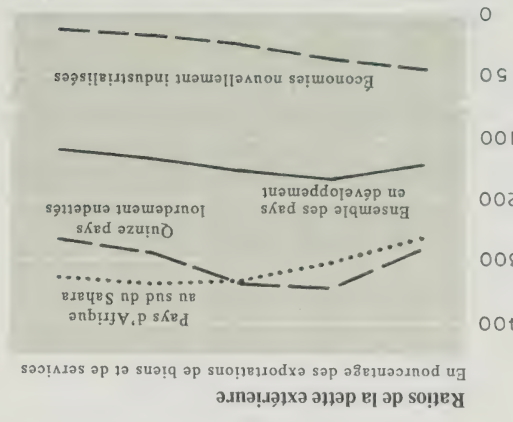
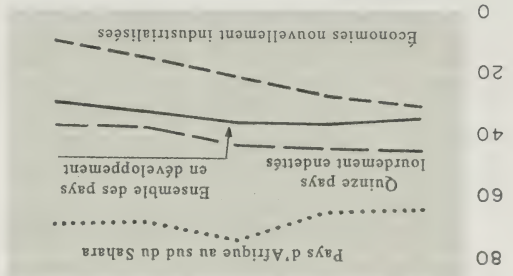
Cette nouvelle stratégie à l'égard de la dette a reçu un appui généralisé au sein de la communauté internationale. En mai, en vue de soutenir les opérations d'allègement volontaire de la dette par les institutions financières privées, le FMI et la Banque mondiale ont convenu de mettre en réserve une portion des ressources

auxquelles ont normalement accès les pays membres dans le cadre de facilités de prêt. De

plus, ces deux organismes ont accepté d'étudier

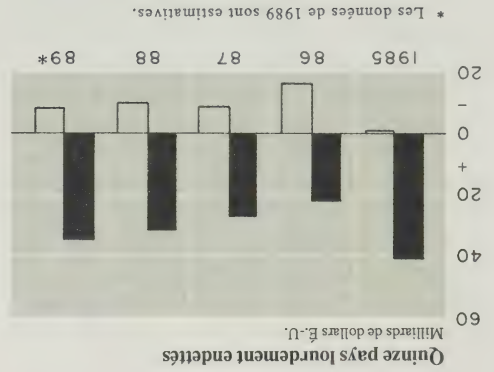
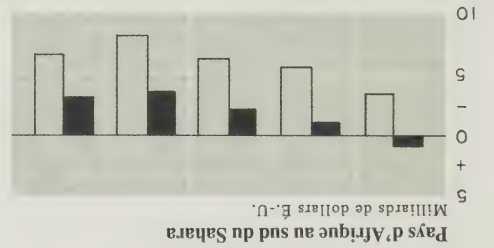
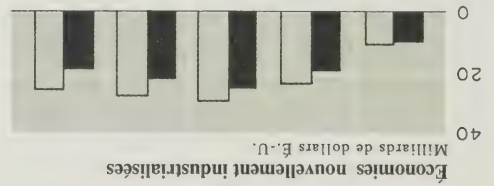
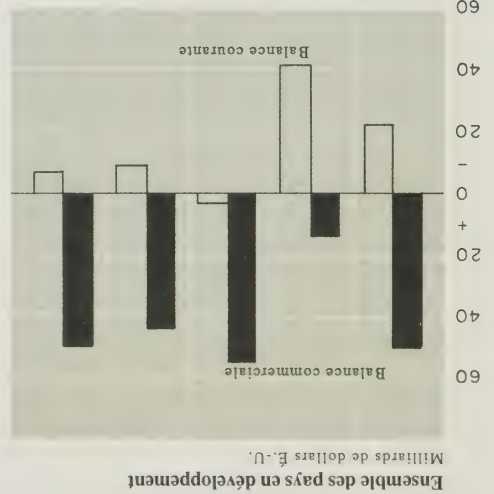
Endettement extérieur des pays en développement

Ratios de la dette extérieure
En pourcentage du PIB



* Les données de 1989 sont estimatives.

Balance commerciale et balance courante des pays en développement



cela n'a pas empêché une nouvelle détérioration

du revenu par habitant en termes réels.

La piètre tenue économique de la plupart

des pays en développement tient à divers fac-

teurs. Dans bon nombre de cas, la mise en

œuvre de politiques budgétaires et monétaires

excessivement expansionnistes a donné lieu à

des taux d'inflation élevés qui continuent de

s'accroître et à manifestement contribué à

décourager les investissements. Le lourd fardeau

de la dette et du service de la dette a également

continué d'obscurcir les perspectives d'investis-

sement et de croissance de certains pays. Par

ailleurs, des facteurs liés à la conjoncture à

l'étranger, tels que le ralentissement de la

demande sur les principaux marchés d'exporta-

tion, la hausse générale des taux d'intérêt dans le

monde et le recul des prix de nombreux produits

de base (combustibles exclus), ont eu une inci-

dence négative sur les économies d'un certain

nombre de pays en développement. La légère

amélioration qui semble s'être produite en 1989

au chapitre de la balance commerciale et de la

balance courante de beaucoup de ces pays tient

en grande partie aux difficultés qu'ils ont eues à

se financer à l'étranger.

L'évolution de la stratégie relative à la dette des pays du Tiers-Monde

L'atonie persistante de l'activité dans un

grand nombre de pays lourdement endettés et les

perspectives réduites d'amélioration sensible à

ce chapitre ont provoqué un réexamen de la stra-

tégie internationale de la dette en 1989. À partir

de propositions formulées par le Japon et la

France, les États-Unis ont lancé, en mars 1989,

une initiative dont le but était de renforcer la

stratégie en vigueur et d'améliorer les perspec-

tives d'une croissance durable de l'économie des

pays en développement.

Le plan américain représente un pas en

avant puisqu'il incorpore aux maillons clés de la

stratégie existante des éléments empruntés aux

opérations d'allègement de la dette conclues ces

derniers temps entre certains pays débiteurs et

leurs créanciers bancaires. Ce plan continue de

mettre l'accent sur l'importance de l'application

par les pays débiteurs de politiques macroécono-

miques et de politiques d'ajustement structurel

saines, avec l'appui des principales institutions

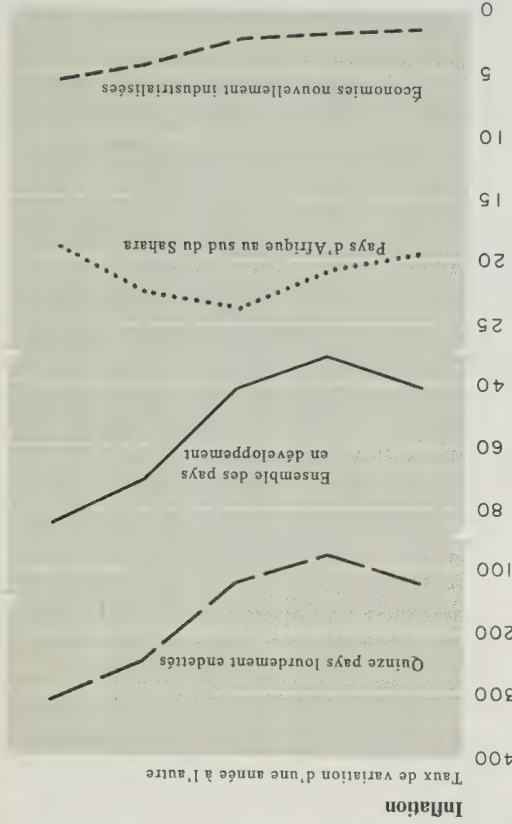
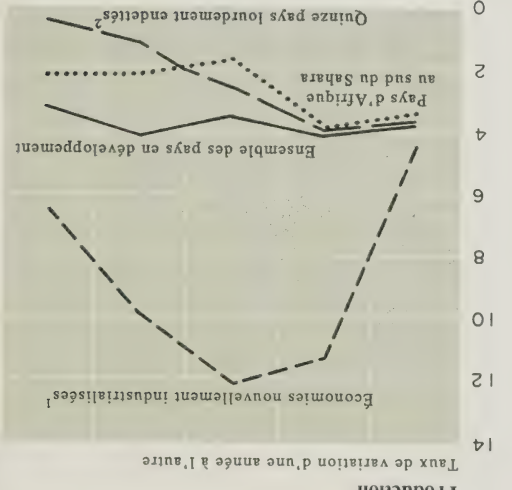
financières internationales, le Fonds monétaire

international.

Le plan américain

représente un pas en

Production et inflation dans les pays en développement



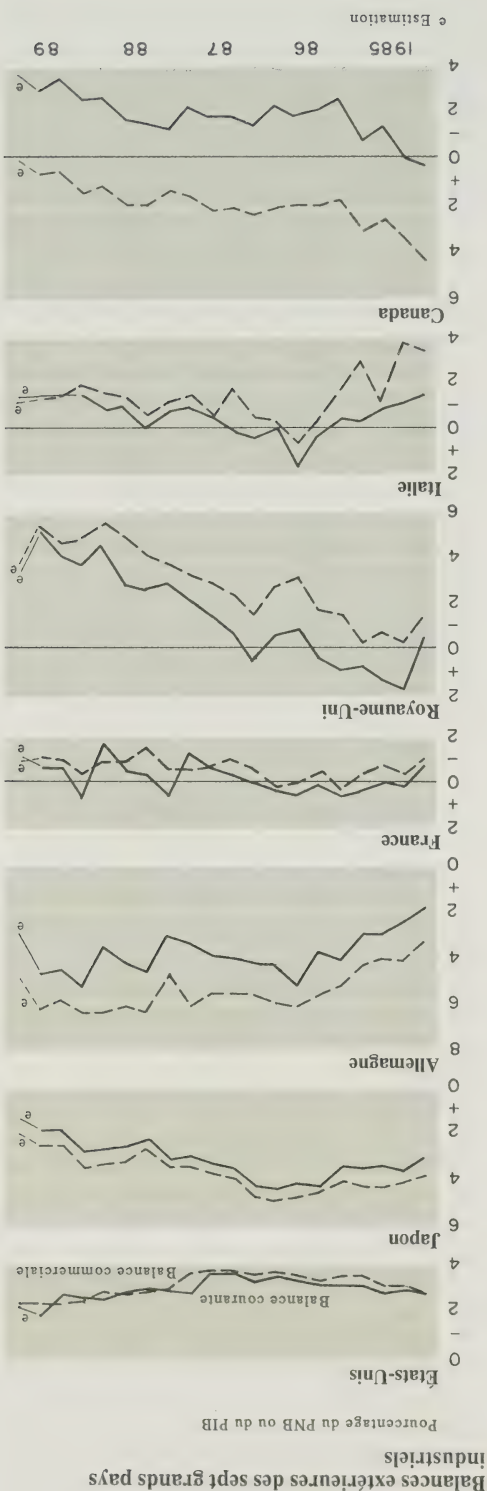
- 1. Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan
- 2. Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Côte-d'Ivoire, Équateur, Maroc, Mexique, Nigéria, Pérou, Philippines, Uruguay, Venezuela et Yougoslavie

* Les données de 1989 sont estimatives.

Par contre, les déséquilibres des échanges extérieurs de la plupart des grands pays d'Europe se sont creusés encore davantage. Ils ont continué d'être principalement liés aux échanges entre pays européens; ainsi, les déficits enregistrés dans d'autres pays de la Communauté euro-péenne, notamment le Royaume-Uni et la France, ont dans une large mesure fait contre-poids à l'important excédent de l'Allemagne. La détérioration du déficit de la balance courante du Royaume-Uni au cours des trois der-nières années est en grande partie imputable à une demande intérieure excédentaire, de sorte que l'on peut s'attendre à une amélioration au fur et à mesure que s'estomperont les pressions exercées par cette demande. De fait, la balance commerciale de ce pays s'est nettement redres-sée depuis la fin de l'été dernier. Contrairement au déficit du Royaume-Uni, l'excédent de la balance courante de l'Allemagne tient davantage à la vigueur relative de la demande extérieure et témoigne de la récente fermeté des investisse-ments en Europe et de la place importante qu'oc-cupe l'Allemagne comme producteur de biens d'équipement.

Parallèlement à l'amélioration que le solde des échanges extérieurs des Etats-Unis a enregistré ces deux dernières années, on a observé une baisse des exportations nettes de l'ensemble des économies nouvellement indus-trialisées d'Asie. Cette baisse découle de la conjonction de plusieurs facteurs, notamment l'appréciation de leurs monnaies par rapport à celles de leurs principaux partenaires commer-ciaux, la hausse des taux d'inflation intérieurs et la forte croissance de la consommation inté-rieure. Bien que la demande continue d'augmen-ter rapidement dans ces pays, son taux de croissance est nettement inférieur aux taux observés ces dernières années, ce qui devrait entraîner une atténuation des pressions inflationnistes.

Dans la plupart des autres pays en déve-loppement, les résultats économiques ont de nouveau été décevants en 1989. La production n'a dans l'ensemble guère progressé dans le groupe des quinze pays à revenu moyen lourde-ment endettés. Dans beaucoup d'entre eux, par contre, l'inflation a atteint des niveaux inégaux. La production des pays africains situés au sud du Sahara a légèrement augmenté en volume, mais



Le profil d'évolution des taux de change

des pays du Groupe des sept. Au premier semestre, le dollar américain s'est fortement

apprécié par rapport à la plupart des autres

grandes monnaies, malgré la persistance de l'im-

portant déficit de la balance courante des États-

Unis et les baisses des taux d'intérêt dans ce

pays. Exception notable parmi les grandes mon-

naies, le dollar canadien est demeuré relative-

ment ferme par rapport au dollar américain au

premier semestre de 1989, puis s'est apprécié au

second semestre, comme en fait état la section

précédente du Rapport. Vers la fin de 1989, le

mark allemand s'est aussi nettement apprécié par

rapport au dollar américain et aux autres grandes

monnaies, y compris le yen. Certes, l'apprécia-

tion du mark cadrerait avec la hausse des taux

d'intérêt pratiqués en Allemagne par rapport à

ceux des autres pays, mais elle a aussi été attri-

bue en partie aux répercussions économiques

que les changements d'ordre politique survenus

dernièrement en Europe de l'Est pourraient avoir

sur l'Allemagne de l'Ouest. Ces divergences

dans l'évolution des monnaies se sont soldées en

1989 par une augmentation d'environ 3 % du

cours du dollar américain par rapport aux mon-

naies des pays du Groupe des dix selon une

moyenne pondérée en fonction des échanges

commerciaux.

Bien que l'évolution des taux de change

en 1989 ait pu contribuer à freiner le processus

de correction des déséquilibres des paiements

internationaux, le profil de croissance de la

demande intérieure dans l'ensemble des grands

pays industriels était néanmoins propice à une

nouvelle réduction de ces déséquilibres au Japon

et aux États-Unis. À ce propos, il convient de

souligner la diminution de l'excédent de la

balance courante du Japon, qui reflète les effets

conjugués du ralentissement de la demande sur

les principaux marchés d'exportation de ce pays,

du renchérissement mondial du pétrole, de la

vigueur des importations de biens de consuma-

tion et de l'augmentation des voyages effectués à

l'étranger par les Japonais. Des progrès ont aussi

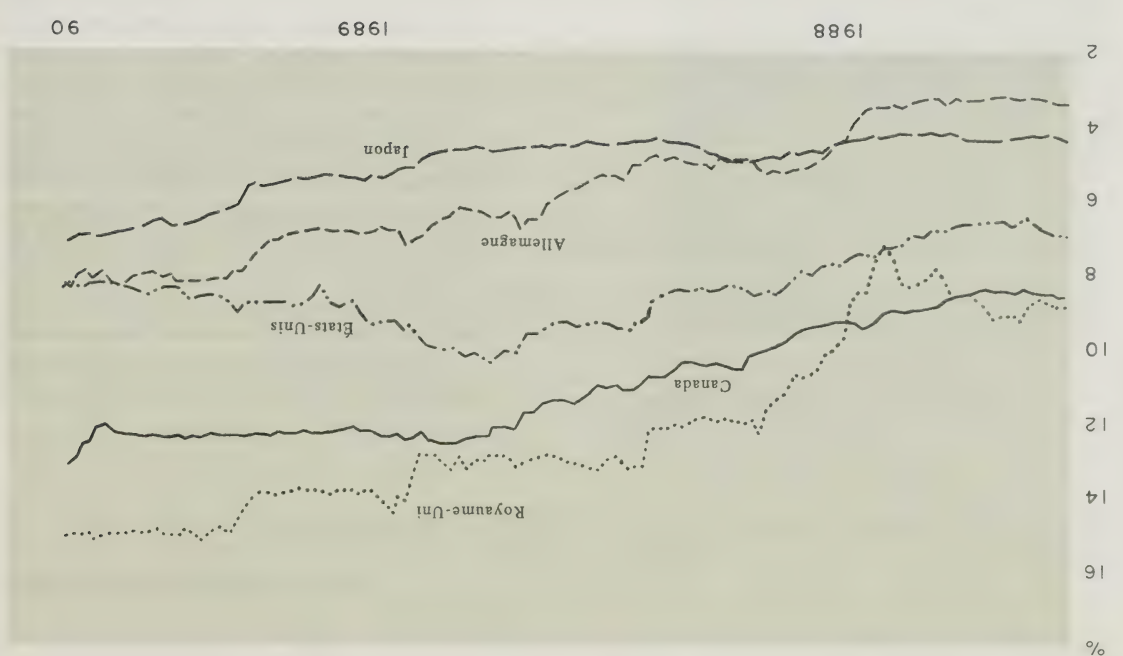
été accomplis en 1989 dans la réduction du défi-

cit commercial des États-Unis, mais le gros de

l'amélioration s'est produit au début de l'année.

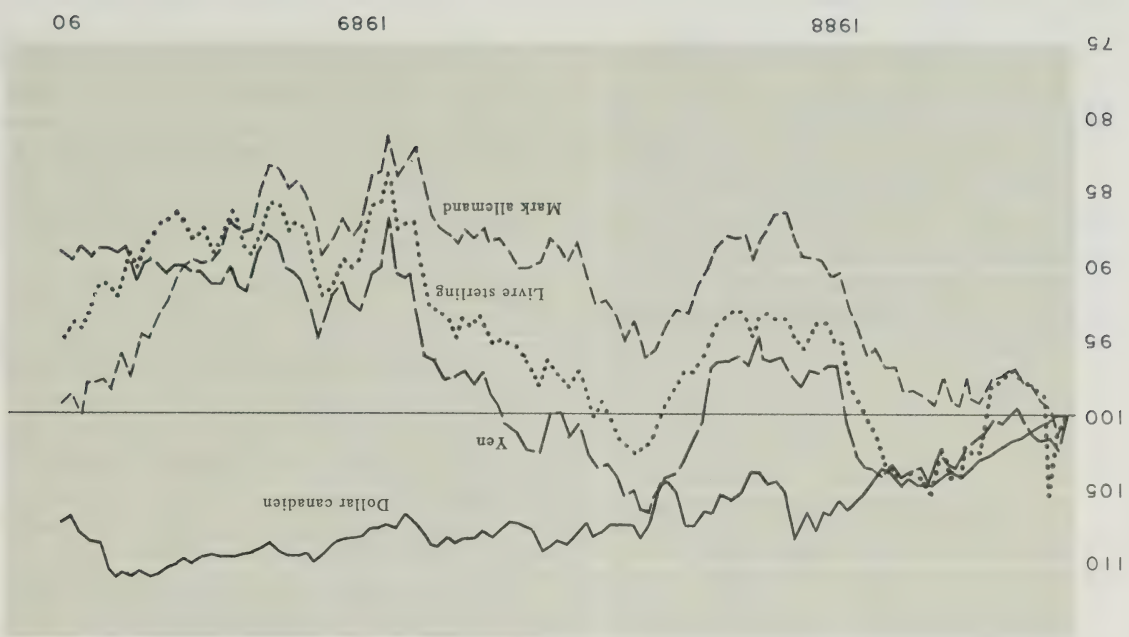
Taux d'intérêt à court terme pratiqués dans certains grands pays industriels

Taux d'intérêt à trois mois du marché monétaire, données hebdomadaires



Quelques taux de change

Par rapport au dollar E.-U. (janvier 1988 = 100, données hebdomadaires)

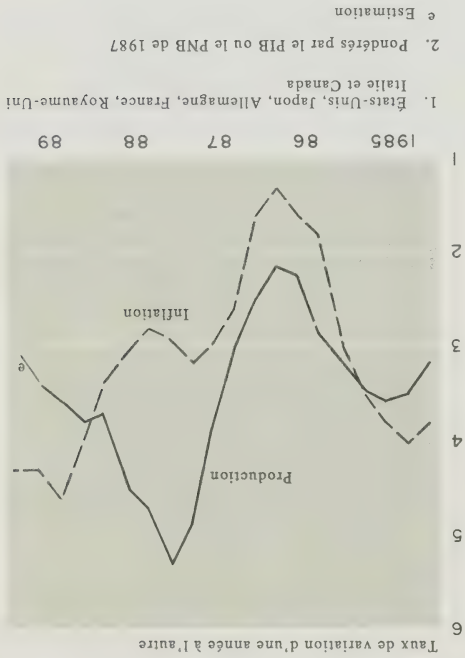


Après s'être fortement accéléré en 1987 et au premier semestre de 1988, le rythme de la croissance économique dans les grands pays industriels qui forment le Groupe des sept s'est ralenti tout le long de 1989. Le ralentissement ne s'est toutefois pas fait sentir avec la même intensité partout; c'est au Royaume-Uni et en Amérique du Nord qu'il a été le plus tangible. En général, la croissance de la production dans les autres pays du Groupe des sept s'est quelque peu modérée en 1989 par rapport à l'année précédente, mais elle est demeurée rapide, surtout au Japon et en Allemagne. Au Japon, l'expansion a été soutenue par la vigueur de la demande intérieure, alors qu'en Allemagne les exportations sont restées le principal moteur de l'économie, en partie à la faveur du dynamisme affiché par les investissements dans toute l'Europe à l'ap- proche du marché unifié de 1992.

En dépit de signes avant-coureurs du tassement de la demande globale, la dépense continue d'être supérieure, dans plusieurs pays, à la capacité de production de l'économie. De fait, chacun des sept grands pays industriels a connu en 1989 une accélération de la hausse de ses prix à la consommation. Force est de constater que l'inflation s'est aggravée, même abstraction faite de l'incidence du raffermissement des cours mondiaux du pétrole et des relèvements des impôts indirects dans certains pays.

Si l'essor généralisé de la dépense observé en 1987 et en 1988 avait provoqué un peu partout des hausses des taux d'intérêt à court terme, les différences marquées enregistrées en 1989 dans les résultats économiques des pays industriels ont quant à elles engendré des conditions monétaires moins homogènes. Aux États-Unis, les taux d'intérêt à court terme ont atteint un sommet au printemps puis se sont mis à baisser graduellement, pendant que l'activité économique donnait des signes d'essoufflement.

Grands pays industriels¹ : production et prix à la consommation²



1. États-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie et Canada
2. Pondérés par le PIB ou le PNB de 1987

e Estimation

Au Japon en revanche, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté durant la majeure partie de 1989, les pouvoirs publics réagissant aux signes d'une intensification des pressions inflationnistes et à la faiblesse continue du yen. L'Allemagne a aussi resserré progressivement sa politique monétaire, entraînant dans son sillage d'autres pays européens soucieux de préserver les parties monétaires au sein du Système monétaire européen. Le Royaume-Uni n'a pas été en reste, et les inquiétudes suscitées par la persistance des pressions inflationnistes et la faiblesse de la livre y ont provoqué une hausse des taux d'intérêt.

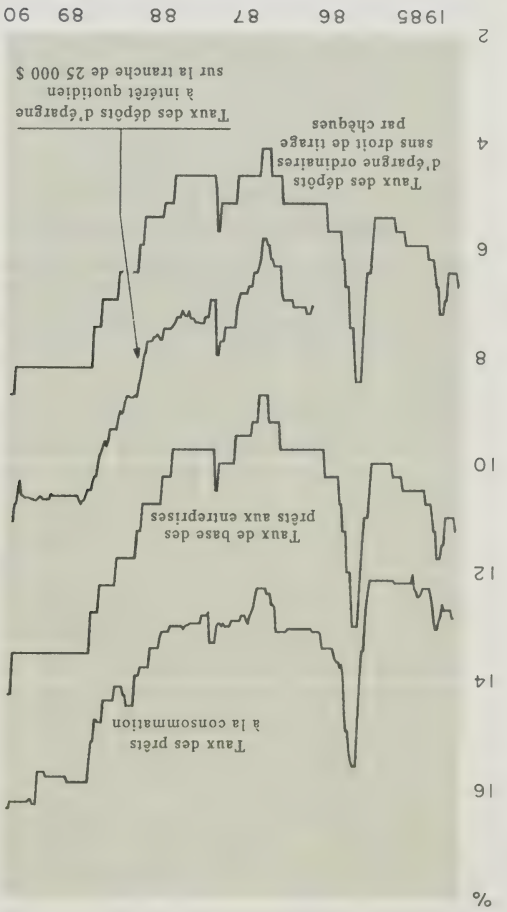
de règlement, qu'il s'agisse du système de paiement ou du règlement des opérations sur devises et sur titres. Il est essentiel, pour le bon fonctionnement des marchés financiers et de l'économie en général, que les participants puissent compter sur un fonctionnement ininterrompu des mécanismes de compensation et de règlement, même dans les circonstances les plus défavorables. Aussi la Banque du Canada a-t-elle accordé son concours à un certain nombre d'initiatives dans ce domaine. En sa qualité de fournisseur des services de règlement et de prêteur en dernier ressort des institutions de dépôt, la Banque a tout intérêt à voir se développer des systèmes de compensation qui, d'une part, permettent de déterminer l'exposition des participants au risque que l'un d'entre eux ne puisse un jour honorer ses engagements et, d'autre part, encouragent la réduction des risques à la fois pour l'ensemble du système et pour chacun des participants.

La Banque du Canada participe activement, sous les auspices de la Banque des règlements internationaux, à l'étude des épineuses questions de droit et de gestion prudentielle que soulèvent les opérations de compensation bilatérale et multilatérale des transactions interbancaires, particulièrement les transactions de

change. Elle a suivi de près l'élaboration de nouveaux mécanismes de détermination et de réduction des risques entrepris par la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs afin de se conformer aux normes de réglementation prudentielle. Le succès de cette entreprise constitue une condition préalable à l'immobilisation des obligations du gouvernement canadien auprès de cette société. La Banque suit aussi avec intérêt le projet de création d'un système plus large de compensation des titres de dette au sein de la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs, ainsi que l'étude en cours à l'Association canadienne des paiements au sujet de la mise sur pied d'un système de traitement électronique des opérations de transfert et de règlement des gros effets de paiement.

La Banque participe également aux délibérations du comité chargé d'étudier la mise en œuvre au Canada des recommandations pertinentes du rapport du Groupe des trente sur les systèmes de compensation et de règlement des opérations sur valeurs mobilières. Ce rapport, qui a été rédigé par un comité consultatif de financiers internationaux indépendants, présente des recommandations visant à réduire les risques et à accroître l'efficacité des systèmes de règlement.

Quelques taux d'intérêt des banques



Autres aspects de l'évolution financière

Les banques canadiennes ont augmenté de 3,3 milliards de dollars leurs provisions pour pertes sur prêts aux pays en voie de développement. Ce relèvement porte à 67 % en moyenne la proportion des provisions par rapport à l'en-semble des prêts à risques souverains et réduit à 22 % de leur avoir propre l'exposition nette des grandes banques canadiennes à ce risque. Celles-ci ont en outre réussi à devancer l'échéancier d'augmentation des fonds propres recommandé par le Comité de Bâle des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires. Dans chacune des six grandes banques canadiennes, le rapport entre le capital de base – essentiellement le capi- tal social permanent et les bénéfices non répar-

tis – et le montant des avoirs totaux pondérés selon le risque excède déjà le minimum de 4 % qu'il doit atteindre en 1992. Quant à l'ensemble des fonds propres, qui comprend aussi les actions privilégiées et les dettes subordon- nées, il se situait à la fin de l'exercice financier des banques entre 7 et 8 % des avoirs pondérés en fonction des risques. Ce ratio doit atteindre 8 % en 1992.

Au cours des dernières années une atten- tion grandissante a été portée, au Canada comme à l'étranger, à la détermination du risque inhé- rent aux divers systèmes de compensation et de règlement ainsi qu'à la répartition de ce risque entre les adhérents. Les problèmes qui se posent à cet égard sont communs à tous les mécanismes

Devant les signes d'atténuation des pres-

sions de la demande, la Banque du Canada a permis, au milieu de janvier 1990, une certaine réduction des taux d'intérêt à court terme afin d'assouplir légèrement les conditions monétaires. Au même moment, le dollar canadien a amorcé une chute d'une telle ampleur que la Banque du Canada a dû inverser le mouvement à la baisse des taux d'intérêt à court terme pour contenir le degré d'assouplissement des conditions monétaires. Au cours des deux premiers mois de l'année, le dollar canadien a reculé de plus de 3 % par rapport aux monnaies du Groupe des dix, et les taux d'intérêt à court terme ont grimpé de près de 1 point de pourcentage, ce qui a porté à quelque 5 points l'écart entre les taux canadiens et américains du papier commercial; ce renchérissement de l'argent a fait monter de 3/4 de point le taux de base des prêts bancaires. Le taux de rendement des obligations à long terme a augmenté de près de 1 point de pourcentage pendant cette période devant le redressement généralisé des taux à long terme aux États-Unis, en Europe et au Japon.



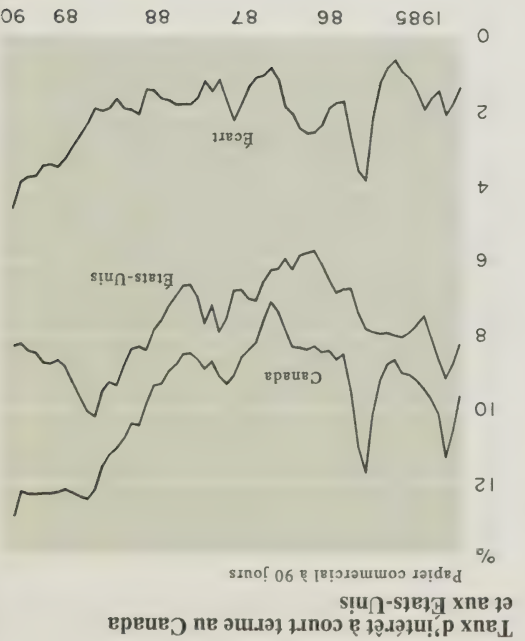
sillage de la baisse des taux survenue aux États-Unis. L'écart par rapport aux taux américains correspondants s'est toutefois légèrement creusé à partir du mois de juin, par suite de l'élargissement de l'écart entre les taux à court terme. Cette évolution donne à penser que les marchés s'attendent à ce que les pressions inflationnistes s'atténuent plus lentement ici qu'aux États-Unis. L'évolution des taux d'intérêt administrés a suivi celle des taux du marché pour des échéances comparables. Le taux de base des prêts bancaires a été relevé de 1/4 point de pourcentage au premier trimestre de 1989 en réaction à l'augmentation du loyer de l'argent à court terme. Reflétant l'inversion de la courbe des rendements, les taux des prêts hypothécaires à un an sont passés au-dessus des taux à cinq ans au premier trimestre, puis, ils sont tombés sous le taux de base des prêts bancaires lorsque les taux des obligations à long terme ont diminué.

des bénéfices, les entreprises ont eu davantage recours aux marchés des capitaux. La croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises non financières a atteint 11 % du dernier trimestre de 1988 au dernier trimestre de 1989, soit le taux le plus élevé depuis le début de la relance économique en 1983. Sous l'impulsion de la forte hausse des cours boursiers et de la baisse des taux d'intérêt à long terme, les émissions d'actions et d'obligations ont rebondi en 1989. Dans plusieurs cas, le produit de ces émissions a servi à remplacer du papier à court terme. Le rapport entre la dette et l'avoir propre de l'ensemble des sociétés non financières a enregistré pour une deuxième année consécutive une légère augmentation imputable en grande partie au secteur manufacturier, mais il est encore plus bas qu'il n'a été pendant presque toute la dernière décennie.

Les besoins de financement du secteur public ont diminué en 1989, particulièrement ceux de l'administration fédérale, qui avaient été gonflés au cours des deux années précédentes par une importante accumulation de devises au Compte du fonds des changes. La progression de la demande de crédit des administrations publiques est ainsi tombée à 7 % en 1989, ce qui correspond à peu près au taux de croissance du PIB. La dette de l'ensemble des administrations provinciales et municipales a augmenté moins rapidement que le PIB pour une troisième année consécutive.

L'évolution des taux d'intérêt et du taux de change

L'augmentation du loyer de l'argent amorcée au printemps 1988 s'est poursuivie au début de 1989. Après une augmentation d'environ 2 1/4 points de pourcentage en 1988, les taux d'intérêt à court terme ont grimpé de 1 1/4 point au premier trimestre de 1989, puis sont restés stables pendant tout le reste de l'année. L'écart par rapport aux taux américains correspondants s'est élargi d'environ 2 points de pourcentage, par suite du recul enregistré aux États-Unis à partir du printemps. La Banque du Canada a dû par moments faire preuve d'une grande fermeté pour empêcher que les taux à court terme au Canada n'emboîtent le pas aux taux pratiqués aux États-Unis et maintiennent ainsi, sur les condi-



tions monétaires au Canada, une pression qui tiennne adéquatement compte de la vigueur de la demande globale et de la demande de crédit. L'élargissement des écarts de taux d'intérêt entre les deux pays a contribué à une nouvelle appréciation du dollar canadien en 1989, en dépit d'un repli des cours des matières premières. On se souviendra que le renchérissement des matières premières exportées par le Canada avait constitué un facteur important de la remontée du dollar canadien au cours des deux années précédentes. Le dollar a gagné 3 % en 1989 pour atteindre 0,8632 dollar E.-U. à la fin de l'année. Par rapport aux monnaies du Groupe des dix, le dollar canadien s'est apprécié d'un peu plus de 4 %.

La courbe des rendements a continué de s'infléchir au Canada en 1989 par suite d'un recul des taux à long terme. Après être restés remarquablement stables lors de la montée des taux à court terme en 1988 et au début de 1989, les taux de rendement des obligations à long terme ont fléchi d'environ 3/4 de point de pourcentage au cours du deuxième trimestre, dans le

Crédits aux ménages¹ en pourcentage du revenu disponible



1. Ensemble des institutions de prêt
e Estimation

pendant l'année 1989, le ratio d'endettement des ménages a donc continué de monter rapidement. En partie, la tendance à la hausse de ce ratio résulte de facteurs démographiques, comme la modification de la structure d'âge de la population ou les migrations interprovinciales. Mais le facteur dominant de la hausse rapide de l'endettement ces dernières années a été l'interaction entre l'optimisme des ménages au sujet de leur capacité d'assumer une dette accrue et l'inflation de la valeur des avoirs des ménages, notamment celle des maisons.

Le ralentissement de la progression des crédits aux ménages a été observé dans toutes les régions sauf en Colombie-Britannique, où la forte augmentation de la demande de logements a entraîné une accélération de la croissance des emprunts. La décélération la plus forte a été observée au Québec, qui avait jusqu'à affiché avec l'Ontario une croissance plus rapide que la moyenne nationale, tandis que la décélération la plus faible a été enregistrée en Alberta et en Ontario.

Etant donné la forte progression des dépenses d'investissement, le montant élevé des prises de contrôle de sociétés et la diminution

Les agrégats du crédit

La demande de crédit est demeurée forte, particulièrement dans le secteur privé, où la croissance de l'ensemble des crédits a atteint 12¼ % entre le dernier trimestre de 1988 et celui de 1989.

Après une accélération soutenue entre 1983 et 1987, la croissance de l'encours des crédits aux ménages a ralenti légèrement au cours des deux dernières années, mais, au rythme actuel de 14 %, elle reste remarquablement rapide. Alimentées par la forte demande qu'a connue le marché du logement et par l'augmentation des prix des maisons, les emprunts hypothécaires ont augmenté d'environ 15 % en 1989, soit un rythme presque aussi rapide que celui de l'année précédente. Les emprunts personnels, principalement affectés aux dépenses de consommation, ont affiché une progression de 11¼ % pendant l'année, contre près de 14½ % en 1988; ce ralentissement reflète principalement la baisse des ventes de voitures. En proportion du revenu disponible, qui a crû d'environ 8 %

Ratio d'endettement des entreprises (non compris les emprunts des sociétés affiliées)



Aggrégats du crédit

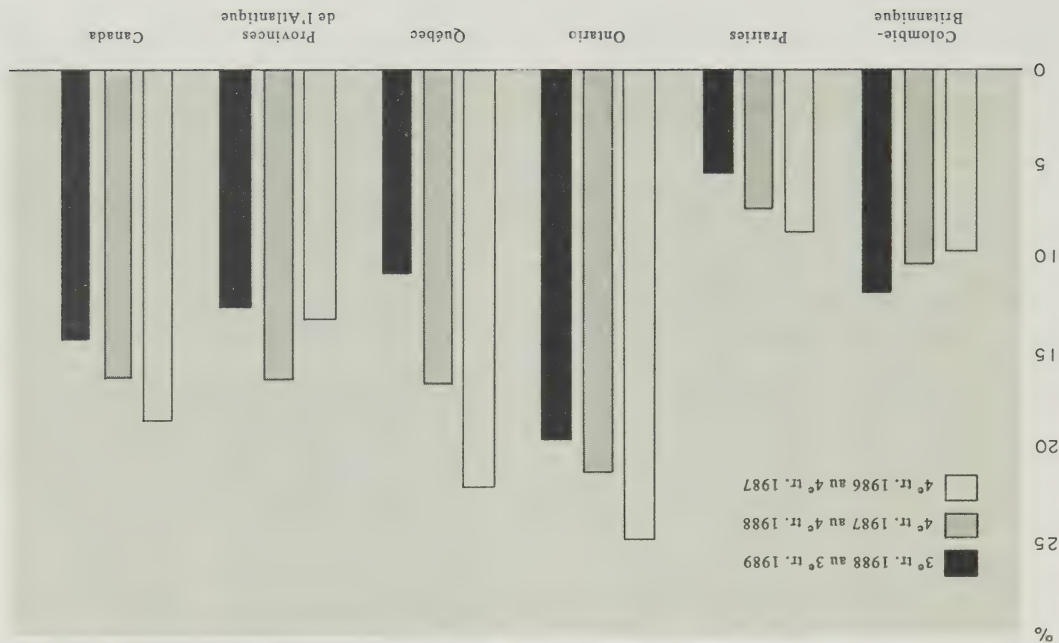


Etant donné la forte progression des dépôts inclus dans M2, principalement des dépôts d'épargne des particuliers, les banques ont réduit leur recours aux gros dépôts à terme inclus dans M3, mais exclus de M2. La progression de M3 a donc été moins rapide que celle de M2 et M2+, mais elle a, elle aussi, dépassé le rythme d'expansion de l'année dernière, ce qui reflète l'accélération de la croissance des prêts bancaires.

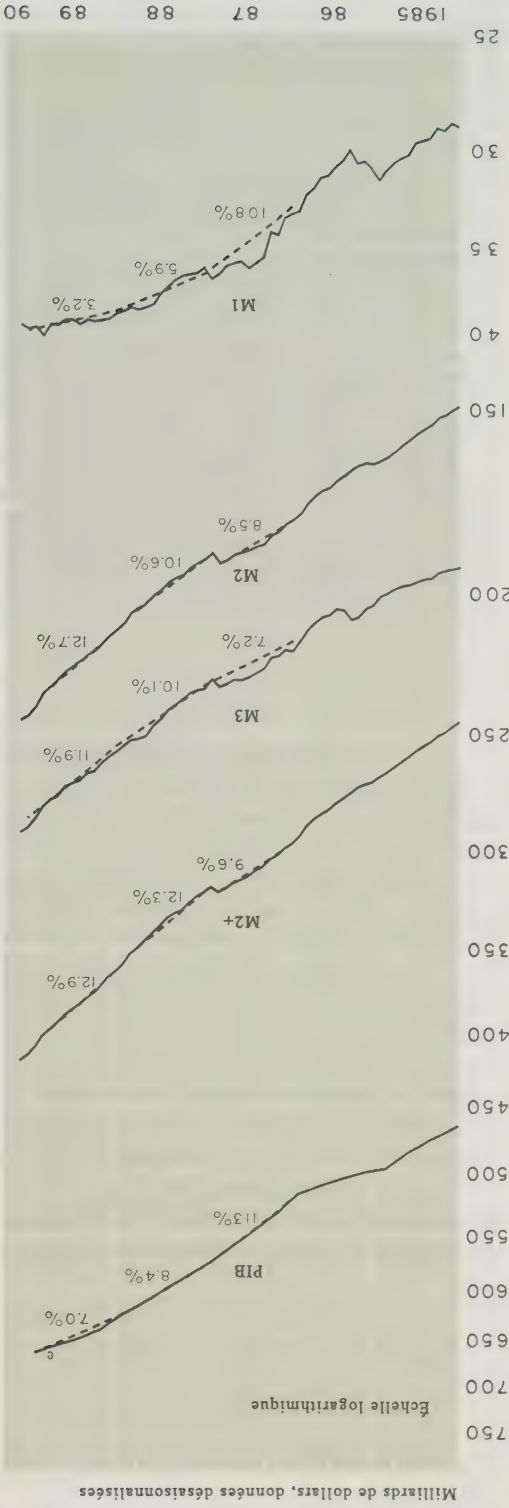
La hausse du loyer de l'argent à court terme – plus de 3 1/2 points de pourcentage entre le premier trimestre de 1988 et le deuxième trimestre de 1989 – a eu pour effet d'augmenter le coût de détention des encaisses de transactions comprises dans M1 et a entraîné un fléchissement graduel de cet agrégat par rapport à la dépense globale. La baisse a été particulièrement prononcée du côté des comptes courants, dont la participation ne sont pas rémunérés et où le manque à gagner est plus évident pour les détenteurs. Le taux de croissance de M1, qui avait été de 10 3/4 % entre le dernier trimestre de 1986 et celui de 1987, est tombé à 3 1/4 % pendant la période correspondante de 1988-1989.

L'accélération de la croissance de M2 reflète surtout le fait que l'érosion de la part du marché des dépôts détenue par les banques a pratiquement cessé en 1989. La progression de M2+, qui comprend aussi les dépôts auprès des sociétés de fiducie et des coopératives de crédit, n'a affiché qu'une légère accélération, passant d'un taux annuel de 12 1/4 % sur les dix premiers mois de 1988 à près de 13 % sur la période correspondante de 1989. Cela représente cependant une augmentation sensible par rapport au rythme de croissance d'environ 9 1/2 % enregistré par cet agrégat au cours des dix premiers mois des deux années précédentes. L'utilisation de cette période comme base de comparaison permet de contourner l'influence que les achats d'obligations d'épargne du Canada ont eue sur ces agrégats. La croissance rapide de M2 et M2+ en 1988 et 1989 traduit l'accumulation de pressions inflationnistes à laquelle a donné lieu la croissance vigoureuse de la dépense globale depuis 1987. S'il se maintient, le ralentissement de la croissance de la dépense globale observé en 1989 devrait s'accompagner d'une modération de la progression de ces agrégats monétaires.

Crédits aux ménages par région



Aggrégats monétaires et produit intérieur brut (PIB)



M2+ : M2 plus dépôts dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et dépôts et parts sociales dans les *credit unions* et les caisses populaires

M3 : M2 plus dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers et dépôts en monnaies étrangères comptabilisés au Canada au nom des résidents

M2 : M1 plus dépôts d'épargne des particuliers et dépôts à préavis autres que ceux des particuliers

M1 : Monnaie hors banques et dépôts à vue moins les effets du secteur privé en cours de compensation

Nota : Les taux de croissance expriment la variation des chiffres de décembre à octobre (en taux annuel) pour M2 et M2+ et du dernier trimestre de l'année précédente à celui de l'année courante pour M1, M3 et le PIB.

e Estimation pour le quatrième trimestre

L'évolution monétaire et financière

La progression des agrégats financiers est demeurée très vigoureuse en 1989. De leur côté, les taux d'intérêt à court terme ont continué de grimper au premier trimestre, puis sont demeurés stables pendant le restant de l'année, et le dollar canadien s'est de nouveau apprécié. Le resserrement des conditions monétaires qui s'est ainsi produit a amélioré les attentes des marchés au sujet de l'évolution de l'inflation et contribué au recul des taux d'intérêt à long terme.

Les agrégats monétaires

M2 et M2+, les deux agrégats monétaires auxquels la Banque accorde le plus d'attention en raison de l'information qu'ils contiennent au

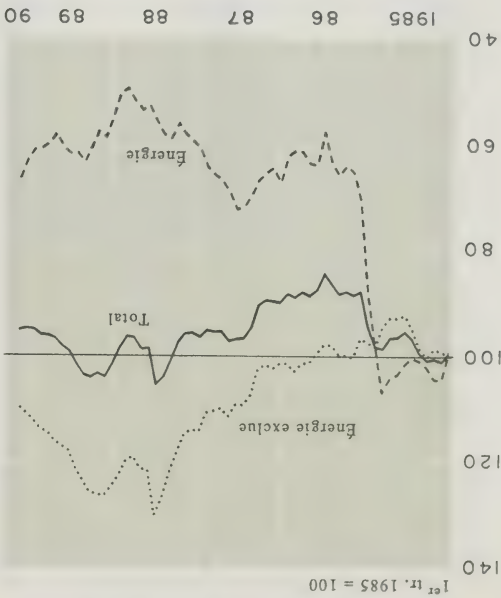
sujet de la croissance de la dépense globale et de l'inflation, se sont accrus de 14 % du dernier trimestre de 1988 au dernier trimestre de 1989. Cela représente une accélération par rapport aux rythmes d'expansion respectifs de 10½ % et 12 % enregistrés l'année précédente. Le faible produit des ventes nettes d'obligations d'épargne du Canada a gonflé le taux de croissance de ces agrégats au mois de novembre, mais celui-ci s'était déjà accéléré pour atteindre un taux annuel avoisinant les 13 % sur les dix premiers mois de l'année. Le volume élevé des encaissements d'obligations d'épargne au premier semestre semble n'avoir exercé qu'une influence limitée sur la progression de M2 et M2+, car il a été accompagné par des achats importants de bons du Trésor par les particuliers.



qu'elle n'avait pas atteint 4 1/2 % en 1988. Les hausses salariales négociées dans le secteur public ont été particulièrement fortes en 1989 et ont rattrapé celles qui ont été consenties dans le secteur privé sur l'ensemble de l'année. En général, les taux d'accroissement stipulés dans les conventions collectives ont continué de s'accélérer dans la région centrale du pays; la moyenne des augmentations accordées en Ontario et au Québec s'élevait à quelque 5 3/4 %

en 1989, contre un peu moins de 5 % en 1988. Les hausses obtenues dans les autres provinces, la Colombie-Britannique en tête, se sont accélérées en moyenne au second semestre de 1989, pour presque égaler celles qui ont été négociées en Ontario et au Québec. La rémunération totale par travailleur a progressé de plus de 7 %, et les coûts unitaires de main-d'œuvre ont fortement augmenté, compte tenu de gains de productivité assez modestes.

Indice des cours de produits de base
en dollars canadiens - Banque du Canada

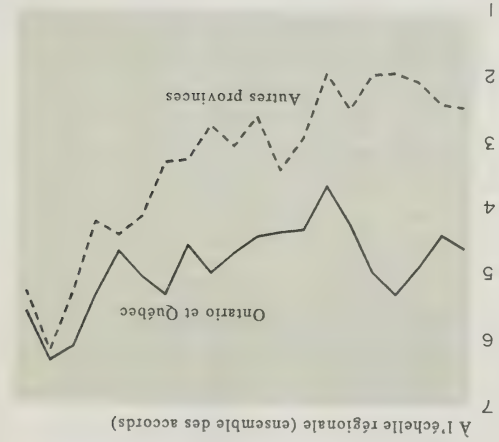


produits canadiens qui leur font concurrence. En outre, les prix en dollars américains d'un grand nombre des ressources naturelles que le Canada exporte ont diminué tout au long de 1989, sous l'effet conjugué du ralentissement de la croissance de la demande mondiale et de l'accroissement de l'offre de produits de base imputable à la mise en place de nouvelles capacités de production dans le monde. De même, les prix des ordinateurs et de l'équipement connexe ont de nouveau baissé en 1989 dans l'ensemble des pays.

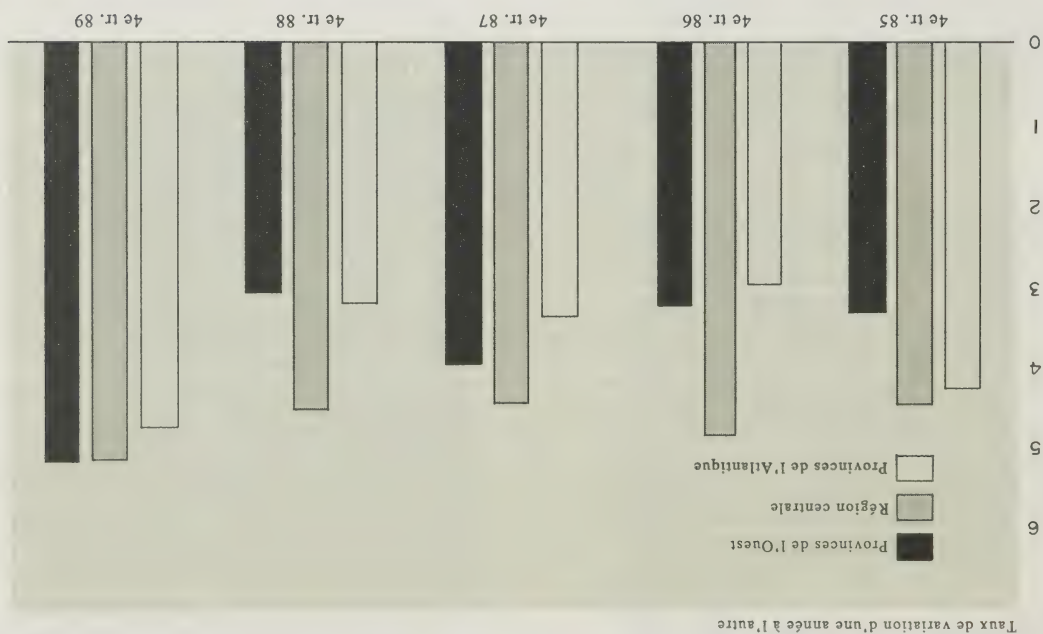
L'incidence qu'ont eue sur le niveau général des prix l'appréciation du dollar canadien et la diminution des prix des exportations, conjuguée à une intensification des pressions de la concurrence sur les marchés des biens et services, a entraîné un amenuisement des marges bénéficiaires et empêché que les producteurs ne répercutent à volonté les hausses de coûts.

Néanmoins, en présence des tensions qui persistaient sur les marchés du travail, les coûts salariaux ont augmenté rapidement. La moyenne des augmentations des taux salariaux de base négociés en 1989 a été de plus de 5 1/4 %, alors

Indicateurs de l'évolution des coûts à la production
Augmentation annuelle effective des taux salariaux
de base stipulée dans les nouveaux accords salariaux



Indice des prix à la consommation, par région



les écarts de taux d'inflation entre ces dernières se sont sensiblement amoindris au cours de 1989. L'Ontario a une fois de plus engendré davantage d'inflation que la majorité des autres provinces, mais les hausses de prix ont été partiellement compensées dans les provinces de l'Ouest, et, à la fin de l'année, ces dernières affichaient un taux d'inflation moyen légèrement supérieur à celui de la région centrale. De fait, pour la période de douze mois s'étant terminée en décembre 1989, le taux d'augmentation des prix enregistré par l'Alberta a été le plus élevé au pays, soit plus de 6 %, et celui de la Colombie-Britannique a presque atteint le même niveau qu'en Ontario, c'est-à-dire 5 1/2 % environ. Ces hausses de prix sont en partie liées à la montée des coûts du logement, qui tient à un renchérissement appréciable des maisons en Colombie-Britannique et en Alberta. Le taux d'inflation s'est aussi accéléré de façon marquée dans les provinces de l'Atlantique, mais il est resté légèrement au-dessous de la moyenne nationale.

C'est au Québec que le taux d'augmentation annuel des prix à la consommation, à un peu moins de 4 % en fin d'année, a été le plus faible.

Les majorations des impôts indirects appliquées par les administrations fédérale et provinciales ont cette année encore contribué à la hausse des prix à la consommation, mais leur incidence n'a pas été plus forte en 1989 que l'année précédente. L'accélération de la hausse des prix à la consommation ne peut donc leur être attribuée; elle est plutôt due à la vigueur des pressions inflationnistes sous-jacentes d'origine interne.

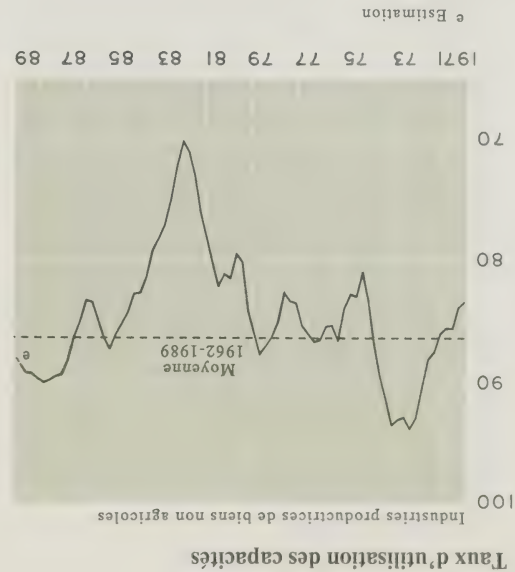
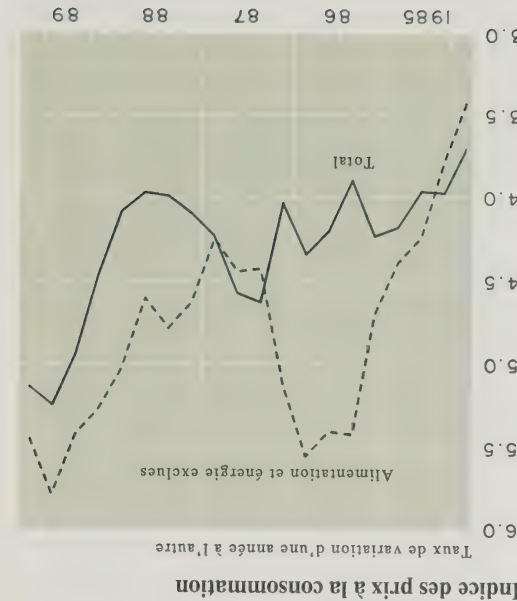
Cette vigueur est attestée par le fait que les pressions inflationnistes se sont intensifiées en 1989 en dépit de plusieurs influences modératrices sur les prix des produits faisant l'objet d'échanges internationaux. Par exemple, l'appréciation du dollar canadien a eu pour effet de contenir dans une large mesure le niveau des prix des biens et des services importés et des

mation. Par contre, le secteur de la construction, soutenu tant par le logement que par les investissements des entreprises, a poursuivi son expansion rapide, et la production agricole s'est relevée des effets de la sécheresse de 1988. Dans l'ensemble, les capacités de production ont fait l'objet d'un peu moins de pressions. Néanmoins, le taux d'utilisation des capacités dans les industries productrices de biens non agricoles, prises globalement, et dans le secteur manufacturier a été durant toute l'année supérieur à sa moyenne de longue période.

L'inflation et les coûts

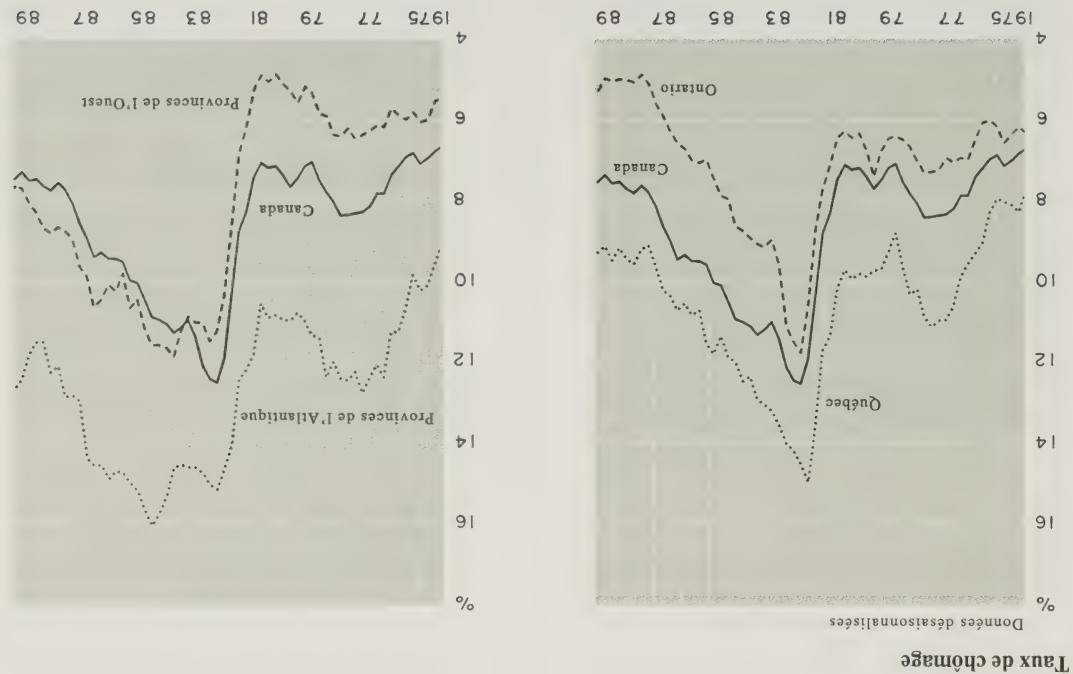
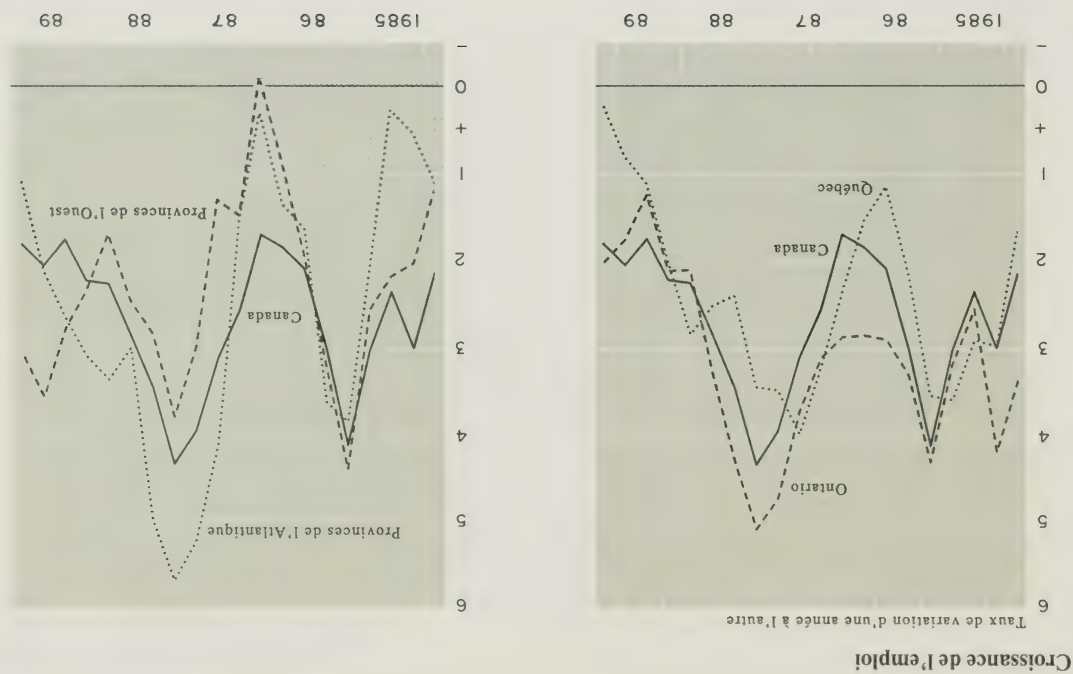
Alimentée par l'intensité des pressions de la demande, l'inflation s'est aggravée au Canada en 1989. En décembre, l'indice des prix à la consommation (IPC) pour l'ensemble du pays dépassait de plus de 5 % le niveau atteint un an auparavant, alors que son rythme d'accroissement annuel avait été d'environ 4 % durant cha-

cune des cinq années précédentes. Exclusion faite des composantes volatiles que sont l'alimentation et l'énergie, l'IPC a cru d'un peu moins de 5 1/2 %, ce qui représente une accélération par rapport au taux de 1988. En janvier 1990, le taux d'augmentation d'une année à l'autre de l'indice global est passé à 5 1/2 %. Il ressort de l'examen des prix à la consommation dans les différentes provinces que



de ces deux provinces ne s'est pas entièrement redressée, comme en témoignent la faible croissance de l'emploi et l'atonie de la demande de biens de consommation. L'économie ontarienne est demeurée vigoureuse tout au long de 1989, mais des signes d'essoufflement sont apparus clairement, en particulier parmi les fabricants d'automobiles et leurs fournisseurs. En dépit de la forte augmentation des investissements dans le secteur des pâtes et papiers et de la première transformation des métaux, l'économie du Québec a progressé moins rapidement à la suite d'une diminution des dépenses de consommation et de la construction de logements. Dans les provinces de l'Atlantique, les difficultés éprouvées par les industries de la pêche et de transformation du poisson ont contribué à une baisse de l'activité; les résultats économiques ont toutefois varié d'une province à l'autre, puisque le Nouveau-Brunswick notamment a connu une assez bonne année, grâce aux importants investissements effectués dans le secteur des ressources naturelles.

La croissance de la production s'est ralentie dans presque tous les secteurs, mais le ralentissement a été particulièrement manifeste dans les industries exportatrices de produits dérivés de ressources naturelles, les compagnies d'électricité et les industries touchées par le fléchissement de la demande de biens de consom-



de l'emploi dans les provinces de l'Ouest dépassait de loin la moyenne nationale, alors que, au Québec et, vers la fin de l'année, dans les provinces de l'Atlantique, ce rythme était inférieur à la moyenne.

L'activité économique a progressé à une cadence très variée selon les régions au cours des dernières années. Une cause importante des disparités régionales réside dans les fluctuations marquées qu'ont connues les termes de l'échange du Canada par suite de l'évolution des prix des produits de base. Comme il est indiqué plus haut, les termes de l'échange se sont maintenus à un niveau élevé pendant toute l'année 1989. De fait, bien qu'ils aient légèrement faibli au cours de l'année, les prix des produits de base sont demeurés relativement élevés par rapport à leur niveau d'il y a deux ans, ce qui a permis aux régions tributaires de l'exploitation des ressources naturelles d'augmenter considérablement leurs revenus. Cependant, l'appréciation du dollar canadien qui a fait suite à l'amélioration des termes de l'échange a fortement contribué à répartir, par le truchement d'une baisse des prix à l'importation, les gains économiques ainsi réalisés entre les consommateurs et les producteurs de l'ensemble du pays, et à répartir entre tous les secteurs et marchés les pressions que la demande exerce sur les ressources.

L'économie de la Colombie-Britannique a affiché une croissance vigoureuse en 1989 à la faveur d'une hausse de l'activité dans les industries d'exploitation des ressources naturelles en général et d'une forte entrée de travailleurs provenant de l'étranger et d'autres provinces. À la fin de l'année, le niveau de l'emploi dans cette province dépassait de presque 6 % le chiffre de fin 1988, et le chômage avait baissé de près de 2 points de pourcentage malgré l'augmentation sensible de la population active. Pour sa part, l'économie de l'Alberta a été soutenue par la vigueur des investissements dans les industries de fabrication de produits finis dérivés de ressources naturelles et dans la construction de pipelines. Dans les deux provinces, le marché du logement a connu une vive reprise de ses activités. Les provinces des Prairies se sont remises de la sécheresse de 1988; en Saskatchewan comme au Manitoba, la production a progressé à un rythme nettement supérieur à la moyenne nationale. Néanmoins, la situation économique

exercée sur les ressources.

Quelques postes

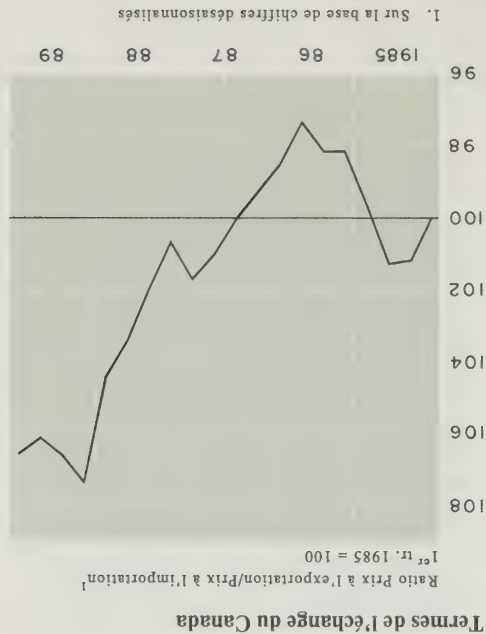


s'est également creusé, reflétant en partie le

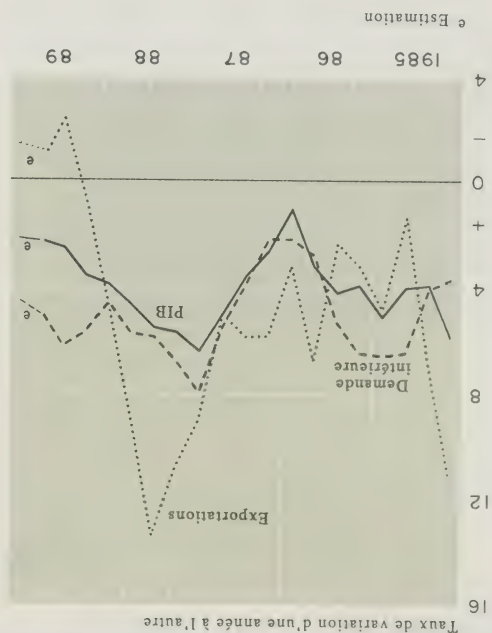
rétrécissement de l'excédent commercial. L'aggravation de ce déficit résultait aussi de la hausse des paiements d'intérêts nets aux non-résidents, hausse qui n'a été que partiellement compensée par une nouvelle augmentation des transferts nets de fonds au Canada par les immigrants.

Les marchés du travail sont restés tendus en 1989 et, dans de nombreuses branches d'activité, le recrutement de main-d'œuvre qualifiée a été difficile. La conjoncture économique a continué de favoriser la croissance de l'emploi, qui s'est chiffrée à 1 1/2 % sur la période de douze mois s'étant terminée en décembre. Toutefois, une immigration plus forte et une nouvelle hausse du taux d'activité, surtout parmi les femmes, ont contribué à un accroissement un peu plus rapide de la main-d'œuvre. Le taux de chômage est tombé à 7,3 % (en chiffres désaisonnalisés) en juin, mais il s'est par la suite relevé et se situait à 7,7 % en décembre, c'est-à-dire juste au-dessus de son niveau de fin 1988. En janvier 1990, malgré une forte progression de l'emploi, le taux de chômage a continué son ascension, s'établissant à 7,8 %. À l'échelle régionale, signalons que le rythme de croissance

tion, ont été peu nombreux. La forte demande intérieure et la baisse des prix relatifs des produits importés, attribuables en grande partie à l'appréciation du dollar canadien au cours des dernières années, ont favorisé la poursuite de la croissance des importations. La vigueur des investissements en équipement, dont le contenu en biens importés est relativement élevé, a certes été un facteur important de cette croissance, mais les importations de biens de consommation autres que les automobiles ont aussi joué un grand rôle. L'effet conjugué de la baisse des exportations et d'une nouvelle hausse des importations a entraîné une diminution de l'excédent de la balance commerciale en volume. Les termes de l'échange (le rapport des prix à l'exportation aux prix à l'importation), qui avaient atteint un très haut niveau au premier trimestre, ont légèrement baissé durant le reste de l'année. Sur l'ensemble de 1989, ils ont été bien au-dessus du niveau moyen affiché en 1988, poursuivant ainsi la forte remontée amorcée en 1986. Cette amélioration n'a toutefois pas suffi à prévenir une dégradation de la balance commerciale en dollars courants. Le déficit de la balance courante



Croissance du volume du produit intérieur brut, de la demande intérieure et des exportations



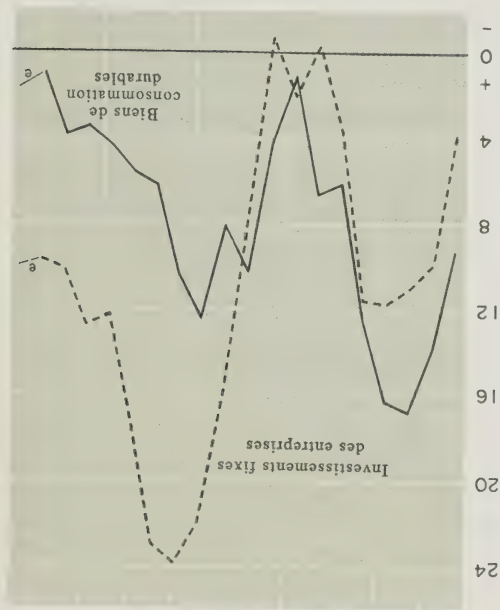
chez nos principaux partenaires commerciaux et d'un affaiblissement de notre position concurrentielle. De fait, le volume des exportations a diminué pendant l'année.

La demande intérieure a été fortement stimulée par les investissements des entreprises. Celles-ci ont continué de réagir aux taux élevés d'utilisation des capacités, à la chute des prix des biens d'équipement et aux pressions de la concurrence sur les marchés internationaux, en accroissant fortement leurs dépenses en machinerie et équipement ainsi que leurs dépenses dans la construction. Les investissements dans la construction de logements et les ventes de maisons existantes ont ralenti au milieu de l'année pour ensuite se redresser fortement au second semestre, sous l'effet d'une relance vigoureuse des marchés du logement en Colombie-Britannique et en Alberta. Malgré un recul d'un peu plus de 3 % par rapport au total de 1988, le nombre de mises en chantier sur l'ensemble de l'année s'est établi à 215 000 unités en 1989, soit un niveau encore élevé et bien supérieur aux prévisions du marché.

La baisse de la demande d'automobiles sur les marchés nord-américains a été une cause très importante du ralentissement de la croissance

Quelques indicateurs de la demande des ménages et des entreprises

Croissance du volume des dépenses



Marché du logement



sance de la dépense totale. Grâce à des programmes dynamiques d'incitation à l'achat, les producteurs ont réussi à maintenir un certain niveau de ventes en 1989 malgré la hausse des taux d'intérêt. Mais sur l'ensemble de l'année, celles-ci ont fortement décliné en Amérique du

La demande, l'activité économique et l'inflation

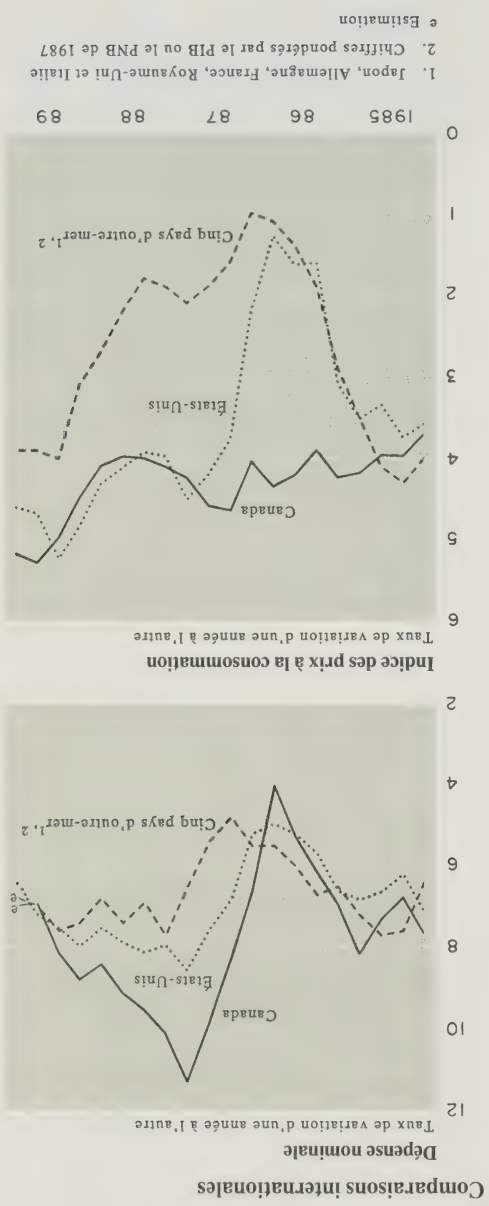
À la fin de 1988, l'expansion de l'économie canadienne avait atteint le point où l'offre disponible suffisait à peine à satisfaire la

demande globale et où les pressions inflationnistes s'intensifiaient. Si, en 1989, la progression de la dépense globale a ralenti, l'expansion cumulative de la demande au cours des dernières années n'en a pas moins maintenu l'activité économique à un niveau élevé, ce qui explique l'intensification des pressions inflationnistes. De fait, la hausse des prix à la consommation en 1989 a été plus importante que celle enregistrée au cours de chacune des cinq années précédentes, dépassant ainsi le taux d'inflation aux États-Unis et dans les cinq principaux pays d'outre-mer pris dans leur ensemble. Au Canada, il y a eu clairement convergence des taux d'inflation entre les diverses régions.

La demande et l'activité économique

Selon les estimations, la dépense globale en termes nominaux s'est accrue d'environ 7 % en 1989, en baisse par rapport au taux de 8½ % enregistré en 1988. Cette décélération reflète une expansion plus modérée du volume de la demande globale, qui a été d'à peu près 2¼ % contre 4 % l'année précédente. Bien que le ralentissement du rythme d'expansion ait entraîné une légère diminution du taux d'utilisation des ressources, tant le marché du travail que celui des biens et services sont restés serrés en 1989.

Par rapport à l'année précédente, l'expansion de la dépense en biens et services produits au Canada en 1989 a été imputable dans une plus large mesure à la demande intérieure qu'à la demande mesurée aux exportations. La croissance en volume de la demande intérieure totale a été de plus de 4½ %, malgré l'influence modératrice de la hausse des taux d'intérêt, tant dis que celle des exportations s'est beaucoup ressentie du ralentissement de la demande globale



ce genre de réaction abondent dans l'histoire récente du Canada et d'autres pays. Par la confiance qu'elle engendre dans la stabilité de la monnaie, une politique monétaire anti-inflationniste est un investissement vital pour le maintien de taux d'intérêt bas. La politique monétaire suivie par la Banque du Canada vise justement à promouvoir cette confiance.

sur les comportements des prêteurs et des emprunteurs. Les prêteurs exigent des taux d'intérêt plus élevés en guise de compensation pour l'érosion attendue de la valeur des fonds qu'ils avancent, et les emprunteurs, parce qu'ils entrent-voient la même progression des prix, sont disposés à payer plus d'intérêts sans pour autant réduire leur demande de fonds. Les exemples de

1990 illustre bien l'importance du taux de change. Devant les signes d'un ralentissement des pressions de la demande et la perspective d'une accélération de ce ralentissement durant les mois à venir, la Banque du Canada a entrepris à la mi-janvier de favoriser une très légère détente des conditions monétaires. Toutefois, la plongée du dollar canadien par suite du faible repli des taux d'intérêt à court terme a donné lieu à un assouplissement plutôt marqué de l'en-semble des conditions monétaires, c'est-à-dire de l'effet conjugué sur la demande d'une variation des taux d'intérêt à court terme et d'un mouvement du taux de change. Dans la mesure où il contribue directement à faire monter les prix que paient les Canadiens, le recul de notre dollar a constitué également une menace plus directe d'aggravation du climat inflationniste. Compte tenu du degré d'assouplissement des conditions monétaires qu'a entraîné cet accès de faiblesse du dollar, la Banque a dû intervenir pour en contrebalancer l'effet et pour éviter que le mouvement de baisse ne commence à faire bouleverner. En effet, il était à craindre que ce mouvement, une fois amplifié, ne vienne compromettre nos progrès dans la lutte contre l'inflation, qui est le fondement de notre politique monétaire. Sous l'impulsion des mesures prises par la Banque du Canada sur les marchés monétaires, les taux d'intérêt à court terme se sont réinscrits en hausse et étaient plus élevés à la fin de février 1990 qu'à la fin de 1989. Néanmoins, il semble que les effets compensatoires de la hausse des taux d'intérêt et de la dépréciation du dollar canadien se soient soldés en définitive par un modeste assouplissement des conditions monétaires au Canada.

Je tiens à esquisser l'approche globale que la Banque a suivie au cours de cette période. Lorsqu'elle cherche à établir quelles sont les conditions monétaires et les mesures appropriées, la Banque tient pleinement compte des effets des variations du taux de change sur le rythme de la dépense et sur le taux d'inflation au Canada. Mais cela ne signifie aucunement qu'elle vise un cours ou une fourchette donnés pour le dollar. Pour reprendre une idée que j'ai déjà énoncée dans ces observations, je dirai que l'objectif de la politique monétaire étant la stabilité des coûts et des prix au pays, il n'est ni pos-

sible ni souhaitable qu'elle recherche en même temps un taux de change particulier pour notre dollar. Il n'en reste pas moins qu'une politique monétaire axée sur la stabilité intérieure du dollar canadien est celle qui, à la longue, contribuera le mieux à la stabilité de notre monnaie sur les places financières internationales.

Au début de mes observations, j'ai souligné que le rôle de la politique monétaire est de garantir la fiabilité de l'unité monétaire. Je voudrais conclure en précisant ma pensée à ce sujet. En 1989, en raison de la vivacité des forces inflationnistes au Canada, les mesures adoptées par la Banque n'ont pas réussi à freiner l'inflation. Bien qu'on ait observé ces derniers temps des signes d'un relâchement des pressions sur les coûts et les prix, celui-ci a été plutôt modeste. Dans ses interventions sur les marchés monétaires, la Banque du Canada continuera évidemment de prêter une attention toute particulière à l'évolution de ces pressions.

À cet égard, il y a lieu de signaler que l'opinion selon laquelle une politique monétaire anti-inflationniste est forcément une politique de taux d'intérêt élevés repose sur une erreur de perspective.

De toute évidence, résister aux forces inflationnistes en refusant de faire marcher la planche à billets et de composer ainsi avec elles aura pour effet, toutes choses égales par ailleurs, d'exercer pendant un certain temps des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme. C'est de cette façon que fonctionne la politique monétaire. Il reste que les pressions à la hausse réelles et durables qui s'exercent sur les taux d'intérêt ne sont pas le fruit de politiques anti-inflationnistes, mais bien de politiques qui encouragent l'inflation ou composent avec elle. Dans une conjoncture inflationniste, les pressions sur les taux sont généralisées, c'est-à-dire qu'elles ne touchent pas seulement les taux à court terme, mais aussi les taux à moyen et à long terme. Une politique monétaire inflationniste ne peut contribuer à faire baisser les taux d'intérêt que temporairement parce qu'une inflation soutenue, ou même la seule crainte d'une inflation soutenue, se répercute inévitablement

des variations du solde de notre balance courante. Ces derniers temps, un facteur important de l'accroissement des importations a été le rythme exceptionnellement rapide de la dépense intérieure, en particulier la vigueur des investissements des entreprises en machinerie et en équipement, lesquels sont constitués en grande partie d'importations. Cela dit, l'évolution du solde de nos paiements courants au fil des ans sera déterminée essentiellement non par l'orientation effective de la politique monétaire, mais bien par la capacité du Canada de se constituer une épargne privée et publique à la mesure de ses projets d'investissement. La politique monétaire n'est pas un moyen d'établir comment cette épargne pourra être constituée; elle permet d'agir sur la composante du revenu nominal due à l'inflation plutôt que sur la part de ce revenu qui sera transformée en épargne.

On peut établir un parallèle avec ce qui se passe sur la scène internationale. L'objectif immédiat des mesures de coopération et de coordination économiques prises par les grands pays industrialisés, dont le Canada, est de réduire les déséquilibres actuels des échanges et des paiements internationaux. Pour atténuer les déséquilibres entre la dépense et l'épargne, qui sont à l'origine des déséquilibres internationaux, on a compté à juste titre sur des mesures budgétaires et des mesures d'ajustement structurel plutôt que sur des politiques monétaires. Ce n'est pas en stimulant davantage la demande par le recours à des politiques monétaires expansionnistes que l'on parviendra à corriger les déséquilibres qui existent sur le plan international.

Avant de conclure cette partie de mes observations, ai-je vraiment besoin de souligner que les liens étroits qui unissent notre économie et l'économie mondiale par le truchement des échanges commerciaux et des flux de capitaux viennent compliquer grandement la conduite de la politique financière au Canada. Le taux de change est de toute évidence un prix qui revêt une très grande importance pour les Canadiens. Dans la conduite de nos affaires économiques, nous ne pouvons pas ne pas tenir compte des répercussions qu'ont les fluctuations du cours de notre monnaie sur la demande, l'inflation et les encouragements à l'exportation.

La tournure des événements au début de

dant au cours de notre dollar, ce qui a réduit la compétitivité des industries canadiennes.

Comme je l'ai mentionné précédemment, la situation à laquelle a été essentiellement confrontée la politique monétaire au Canada a été caractérisée par une dépense trop élevée, qui a engendré des pressions de plus en plus fortes du côté de l'inflation. Ces pressions ont été nettement plus intenses au Canada qu'aux États-Unis. Aussi, ne serait-ce qu'à cause de cette différence d'intensité, les mesures mises de l'avant au Canada pour freiner le rythme d'expansion de la monnaie et de la demande intérieure conduisaient forcément à l'imposition de taux d'intérêt à court terme beaucoup plus élevés que ceux pratiqués aux États-Unis. Cet écart entre les taux d'intérêt a de fait contribué à l'appréciation qu'a connue le dollar canadien en 1989 par rapport à la devise américaine.

Par conséquent, compte tenu du mode de fonctionnement inhérent à la politique monétaire, la critique selon laquelle elle aurait soumis les écarts de taux d'intérêt et le taux de change à des pressions excessives doit procéder de la croyance qu'elle est allée trop loin dans la lutte contre l'inflation.

J'ai déjà signalé que cet argument a pour faiblesse fondamentale de ne s'appuyer sur aucune preuve; nous y reviendrons dans une prochaine section du Rapport. L'inflation qui a sévi au Canada en 1989, en particulier l'inflation d'origine interne, est allée en s'accélégrant; en d'autres termes, elle nous a éloignés de la stabilité des prix au lieu de nous en rapprocher.

Pour ce qui est des conditions régissant sur le marché monétaire et le marché des changes, il convient cependant de faire remarquer que, toutes choses égales par ailleurs, une compression de la demande engendrée par les politiques budgétaires restrictives de l'un ou l'autre niveau de gouvernement — ou même un ralentissement de la dépense du secteur privé — contribuerait à atténuer les pressions qu'exerce une politique monétaire anti-inflationniste sur les taux d'intérêt à court terme et sur le taux de change.

Le rôle du taux de change dans l'aggravation du déficit de la balance canadienne des paiements courants en 1989 a aussi suscité certaines inquiétudes. Il faut s'attendre à ce que les fluctuations de nature conjoncturelle entraînent

maîtrise de l'expansion monétaire, et cela en pure perte. Assurément, appliquer une telle politique revient à lâcher la bride à l'inflation; c'est ce qui s'est produit chaque fois qu'elle a été mise en œuvre et partout où elle l'a été. Le secteur des exportations, et à plus forte raison le reste de l'économie, ne tire aucun avantage d'une politique monétaire qui renonce à maîtriser les coûts intérieurs, même si le taux de change baisse de façon à faire contreponds aux pressions persistantes qui s'exercent sur la compétitivité des prix à l'exportation. Une politique inflationniste comme celle-là ne favorise rien l'efficacité de la production, qui est le pivot d'une économie compétitive. De fait, étant donné le tort qu'elle causerait à notre monnaie, une telle politique nous rendrait moins productifs.

On peut également voir les choses dans une optique mondiale. Les politiques nationales qui ne sont pas orientées vers la lutte contre l'inflation et qui comptent sur la dépréciation de la monnaie pour maintenir la compétitivité sur les marchés d'exportation entraînent l'expansion de l'économie mondiale au lieu de la promouvoir. L'épanouissement du commerce international, avec tous les avantages économiques qui en découlent, exige que les taux de change soient en général aussi stables qu'ils peuvent raisonnablement l'être. Quant au degré de stabilité auquel on peut aspirer en réalité, il dépend grandement des différences de structures économiques entre les divers pays; il y a là largement matière à discussion. Mais quoi qu'il en soit, comme nous l'avons appris au cours des années 70, des politiques nationales inflationnistes rendent tout à fait impossible ne serait-ce qu'un semblant de stabilisation des taux de change à l'échelle internationale.

Au Canada l'année dernière, la politique monétaire semble avoir été surtout critiquée pour son orientation jugée trop restrictive. On a reproché aux autorités monétaires d'avoir permis un élargissement des écarts entre les taux d'intérêt à court terme au Canada et aux États-Unis en maintenant les taux canadiens au même niveau pendant que baissaient les taux américains. D'aucuns ont soutenu que le resserrement des conditions monétaires a été d'autant plus inopportun qu'il a imprimé un mouvement ascen-

d'intérêt et le taux de change que la politique monétaire exerce son action nécessaire sur la dépense globale en termes nominaux et, par conséquent, sur l'intensité générale des pressions inflationnistes.

L'évolution de nos termes de l'échange, c'est-à-dire les prix que nous recevons en moyenne pour nos exportations sur les marchés mondiaux par rapport à ceux que nous payons pour nos importations, est un autre facteur qui, au fil des ans, a influencé le comportement du dollar canadien. Comme le Canada est un important producteur de matières industrielles et de biens agricoles, dont les cours mondiaux sont sujets à des mouvements de forte amplitude et de longue durée, il va de soi que ses termes de l'échange fluctuent considérablement. Ces derniers ont reculé d'environ 10 % dans la première partie des années 80 avant d'afficher un redressement tout aussi marqué en 1987 et 1988. Ce redressement a été un élément déterminant de l'appréciation qu'a connue le dollar canadien pendant cette période. Par ailleurs, les mouvements du taux de change attribuables aux variations des termes de l'échange agissent un peu à la manière d'un tampon. Ils contribuent à répartir sur l'ensemble de l'économie l'incidence d'une modification des termes de l'échange, comme l'explique une autre section du Rapport.

Ainsi, un régime de taux de change flottants peut présenter des avantages appréciables sur le plan de la gestion de l'économie nationale. Il ne peut toutefois pas servir de prétexte à la mise en œuvre d'une politique monétaire inflationniste.

En régime de taux de change flottants, il pourrait sembler approprié, à certains égards, de veiller à ce que la politique monétaire soit toujours suffisamment expansionniste, d'une part, pour réduire ou même éliminer complètement les risques que la monnaie s'apprécie à la faveur d'une amélioration des conditions sur les marchés d'exportation (comme cela a été le cas au Canada en 1987 et en 1988) et, d'autre part, pour permettre d'annuler toute baisse de compétitivité sur ces marchés pouvant découler de fortes hausses des coûts intérieurs (comme cela s'est produit au Canada en 1989). Toutefois, une politique monétaire orientée en ce sens sacrifie la

traiterai donc de la question du fonctionnement de la politique monétaire canadienne en m'attachant plus particulièrement sur l'ouverture du

Canada à l'économie mondiale.

Mais auparavant, il serait bon de souligner que, même si le taux tendanciel d'inflation s'est accéléré au Canada ces deux dernières

années, les prix des importations, qui représentent environ le quart de la dépense globale au

Canada, sont en fait légèrement plus bas qu'ils ne l'étaient il y a deux ans. La baisse des prix

à l'importation est dans une très large mesure imputable à l'appréciation que le dollar canadien

a enregistrée ces dernières années. Aussi un simple calcul montre-t-il que, sans cette appréciation, les prix payés par les Canadiens auraient

progressé encore plus vite qu'ils ne l'ont fait. Si l'on considère que cette baisse des prix à l'im-

portation a atténué la hausse des coûts et des prix au Canada, force est de reconnaître que les fac-

teurs internes ayant alimenté cette hausse ont dû être en vérité très puissants.

L'économie ouverte du Canada et la

politique monétaire

Le Canada est doté d'un régime de taux

de change flottants. Cela revient à dire que la

valeur de notre monnaie sur les marchés internationaux varie en fonction de l'évolution de

l'offre et de la demande dont le dollar canadien fait l'objet. Les critiques adressées à la Banque

du Canada en 1989, particulièrement par les exportateurs, semblaient refléter en grande partie

l'opinion que, étant donné notre régime de taux de change, la politique monétaire a eu un effet

inopportun sur notre monnaie en la laissant s'apprécier considérablement. C'est de ce point de

vue que je désire examiner ce que le régime de taux flottants implique et ce qu'il n'implique

pas pour la politique monétaire, d'abord d'une façon générale, puis à la lumière des conditions

propres à l'année dernière.

Les mesures de politique monétaire ne sont nullement le seul facteur à agir sur le taux

de change. Toutefois, comme elles influencent l'évolution des taux d'intérêt à court terme, elles

ont forcément une incidence sur la valeur externe de la monnaie. De fait, et il convient peut-être d'insister sur ce point, c'est par les cour-

roies de transmission que constituent les taux

ment. Par ailleurs, les pressions inflationnistes se

sont intensifiées dans toutes les régions et leur effet s'est fait sentir plus également dans l'en-

semble du pays, preuve de l'envergure nationale du problème. Les mesures prises par la Banque

du Canada ont visé à contenir, à modérer et à renverser ces pressions.

Les agrégats financiers dont la Banque suit l'évolution de plus près ont eux aussi reflété

la vigueur persistante de la dépense au sein de l'économie. Les agrégats monétaires M2 et M2+

ont affiché une forte progression durant toute l'année 1989. Pour des raisons qui sont exposées

dans une prochaine section du Rapport, il faut ajuster cette progression à la baisse, mais même

une fois cette correction apportée, on constate que l'expansion de la masse monétaire a dépassé

les 10 %. L'ensemble des crédits octroyés aux entreprises et aux ménages a continué de croître

à des taux supérieurs à 10 %. La demande de crédit hypothécaire par les ménages a progressé

au rythme très rapide de 15 %. Avec de telles augmentations, il serait difficile de prétendre que

l'économie canadienne a souffert d'une pénurie de liquidités ou de crédit.

Dans ces circonstances, la mise en œuvre d'une politique visant une expansion modérée de

la monnaie s'est traduite par un resserrement des conditions monétaires. Les taux d'intérêt à court

terme ont augmenté d'environ 1/4 point de pourcentage au début de 1989 et sont restés relative-

ment fermes pendant le reste de l'année. Comme les taux d'intérêt américains à court terme

s'étaient inscrits à la baisse à partir du mois de mars, la Banque du Canada a dû prendre à l'oc-

casion des mesures vigoureuses sur les marchés monétaires pour bien faire comprendre que

les conditions monétaires au Canada doivent d'abord et avant tout traduire la situation finan-

cière et économique du pays.

C'est sur cette toile de fond que le dollar canadien a continué de s'apprécier. En particu-

lier, il avait gagné quelque 3 % à la fin de 1989 par rapport à la devise américaine.

De tous les aspects propres à la politique monétaire, c'est peut-être la relation entre les

mesures prises par la Banque du Canada et le taux de change qui a le plus retenu l'attention

et suscité le plus de critiques l'année dernière. Dans la prochaine partie de mes observations, je

réaction de la politique économique au resserrement de l'offre et à l'intensification des pressions inflationnistes provoqués par les gains économiques rapides réalisés antérieurement, l'activité économique affichait une intense vigueur au Japon et dans une bonne partie de l'Europe. Le Japon a réussi remarquablement bien à passer d'une économie dont le moteur est l'exportation à une économie qui est axée davantage sur l'essor de la demande intérieure. Dans beaucoup de pays européens, le revirement de l'activité et des attentes par rapport à la morosité d'il y a quelques années est lié en grande partie à la manifestation de plus en plus évidente des attentes que suscite l'Europe de 1992. L'évolution récente de la situation en Europe de l'Est a apporté un nouvel élément aux perspectives de croissance économique.

Dans le même ordre d'idées, il convient de souligner aussi que les pays industriels accordent maintenant beaucoup plus d'attention qu'il y a quelques années à peine aux politiques structurelles visant à rendre l'économie plus apte à fournir le surcroît de biens et services attendu d'elle. Ces politiques, dont les principales concernent la privatisation, l'élimination des encouragements fiscaux ayant des effets préjudiciables, la réduction des barrières qui entravent le commerce international ou favorisent les monopoles, devraient maintenant commencer à porter leurs fruits sous la forme d'une amélioration des perspectives économiques et d'une plus grande aptitude à faire face aux chocs économiques défavorables.

Cependant, la capacité d'une économie de fournir, grâce à un meilleur rendement de l'appareil de production, un surcroît de biens et services n'est certainement pas sans limites et n'élimine absolument pas la nécessité de veiller à ce qu'il y ait équilibre entre la demande et l'offre. De fait, on a observé en Europe et au Japon une intensification des pressions inflationnistes par suite de la poussée de la demande. Les taux d'intérêt à court terme s'y sont nettement accrus sous l'effet des mesures de politique monétaire prises pour contre ces pressions. De même, les taux à plus long terme se sont inscrits à la hausse en réaction à la modification des attentes du marché; ils ont aussi augmenté aux Etats-Unis ces derniers temps.

Au Canada, la vigueur de l'activité économique s'est quelque peu déplacée entre les régions. La reprise sensible enregistrée dans une grande partie de l'Ouest a eu pour contrepoint un ralentissement de la croissance au centre du pays ainsi qu'une légère atténuation des très fortes pressions s'exerçant sur l'appareil de production dans le sud de l'Ontario. Dans les provinces de l'Atlantique, la rareté de plus en plus manifeste du poisson et la menace qu'une telle situation fait peser sur l'emploi dans ce secteur ont mis davantage en évidence quelques-uns des problèmes structurels qui sont profondément enracinés dans l'économie de la région.

Il semble davantage admis aujourd'hui que le Canada a un marché financier unifié, que les capitaux ne peuvent être confinés à une région ou à un secteur donné et que les éparpillés investisseurs sont libres de chercher dans tout le pays la meilleure affectation possible de leurs ressources. Indispensable au bon fonctionnement de l'économie nationale, cette liberté implique par ailleurs que le champ d'application de la politique monétaire ne peut être que national. L'expansion monétaire n'est pas gérée et ne saurait être gérée en fonction des régions. C'est pourquoi la Banque du Canada s'attache surtout à la situation économique nationale lorsqu'elle formule sa politique monétaire. L'expression «situation économique nationale» recouvre les conditions propres à chaque région et à chaque branche d'activité, et c'est sur la foi de toutes les données que sont arrêtées les décisions touchant la mise en œuvre de la politique monétaire.

Avant de passer en revue les mesures prises par la Banque du Canada, je voudrais faire remarquer que la croissance de la dépense globale, qui était trop rapide pour être soutenue sans risque pour l'économie, s'est ralentie quelque peu en 1989 par rapport à 1988, pour avoisiner les 7 %. Malgré cet heureux ralentissement, le taux tendanciel d'inflation au Canada s'est inscrit en hausse en 1989, car les pressions de la demande demeuraient aiguës. Les tensions persistantes sur les marchés des biens et services sur celui de la main-d'œuvre ont entraîné une croissance de plus en plus rapide des coûts tout au long de l'année. La hausse des prix à la consommation s'est également accélérée, s'établissant à 5 % en 1989, contre 4 % antérieure-

La politique monétaire mise en œuvre au Canada a beaucoup retenu l'attention en 1989. Aussi convient-il, avant d'examiner en détail les mesures prises par la Banque du Canada, d'exposer brièvement la fonction première de la politique monétaire.

La politique monétaire sert avant tout à régler le rythme de création de la monnaie. Elle est aussi un instrument de la politique économique formulée de façon à contribuer le plus possible au bon fonctionnement de l'économie canadienne.

La contribution unique que la politique monétaire peut systématiquement apporter à la bonne tenue de l'économie est de veiller à ce que les Canadiens puissent disposer, dans la conduite de leurs affaires, d'une monnaie qui leur inspire confiance. Il est donc nécessaire de contenir l'expansion de la masse monétaire pour que la monnaie conserve sa valeur, c'est-à-dire son pouvoir d'achat.

Cette nécessité tient au fait que la monnaie est le fondement de notre économie; en d'autres termes, elle joue un rôle capital dans le fonctionnement de notre économie. Il est clair qu'une économie fondée sur la monnaie fonctionne mieux si les agents économiques gardent confiance dans la monnaie qu'ils utilisent pour consommer, épargner ou investir.

S'il est difficile de réaliser la stabilité monétaire, autrement dit la stabilité des prix, c'est en partie parce que l'accélération du rythme de création de la monnaie représente, à première vue, un moyen inoffensif d'engendrer le surcroît de revenus et de dépenses que souhaitent toujours ardemment les agents économiques. Les politiques monétaires inflationnistes paraissent inoffensives parce que le tort qu'elles causent au tissu économique tend à se manifester à retardement, et là encore de façon générale-

La conjoncture économique et les mesures de politique monétaire

L'évolution économique à l'échelle nationale et internationale est analysée en détail dans d'autres sections du Rapport, mais je vais aborder dès maintenant certains de ses aspects importants.

À l'échelle internationale, un certain déplacement du foyer de l'activité économique a été observé au sein des principaux pays industriels. Pendant que la croissance de la production en Amérique du Nord décélérait, reflétant la

7	OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL
	L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE
15	La demande, l'activité économique et l'inflation
25	L'évolution monétaire et financière
35	L'évolution internationale
	LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA
41	La mise en œuvre de la politique monétaire
43	La gestion de la dette publique et du Trésor
47	Les opérations de change
51	L'émission des billets de banque, le service de la dette et les opérations bancaires
55	TABLEAUX EN ANNEXE
67	ÉTATS FINANCIERS
75	CONSEIL D'ADMINISTRATION
76	PRINCIPAUX CADRES
77	REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES

Bank of Canada • Banque du Canada

John W. Crow

Gouverneur - Gouverneur

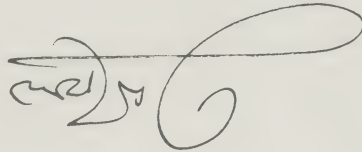
Ottawa K1A 0G9

le 28 février 1990

L'honorable Michael H. Wilson, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de la Loi
sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur de vous
remettre mon rapport pour l'année 1989 ainsi
qu'un état des comptes de la Banque pour l'exercice
clos le 31 décembre dernier, signé et certifié de
la façon prescrite par nos statuts.
Veuillez agréer, Monsieur le Ministre,
l'expression de mes sentiments distingués.



Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-20-289

CN ISSN 0067-3587

Imprimé au Canada

Banque du Canada

**Rapport annuel du gouverneur
au ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année
1989**

1989

Rapport annuel du gouverneur
au ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année



Banque du Canada

CAI
FN73
- ASS

Bank of Canada



Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1990

Bank of Canada

Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1990

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-20-289

CN ISSN 0067-3587

Printed in Canada

Bank of Canada • Banque du Canada

John W. Crow
Governor - Gouverneur

Ottawa K1A 0G9

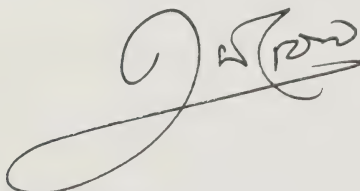
27 February 1991

The Hon. Michael H. Wilson, P.C.
Minister of Finance
O t t a w a

Dear Mr. Wilson,

In accordance with the provisions of
the Bank of Canada Act, I am submitting my report
for the year 1990 and a statement of the Bank's
accounts for this period, signed and certified in the
manner prescribed in the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'J. W. Crow', with a large, sweeping flourish extending from the bottom left.

BANK OF CANADA

REPORT OF THE GOVERNOR – 1990

GENERAL OBSERVATIONS	7
THE BENEFITS OF PRICE STABILITY	13
ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS	
Demand, economic activity and inflation	17
Monetary and financial developments	24
International developments	32
BANK OF CANADA OPERATIONS	
Bank of Canada monetary policy operations	39
Management of government debt and cash balances	41
Foreign exchange operations	44
Note issue, debt service and banking operations	46
APPENDIX TABLES	49
PRESS RELEASE	
Targets for reducing inflation	61
FINANCIAL STATEMENTS	63
BOARD OF DIRECTORS	73
SENIOR OFFICERS	74
REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES	75

GENERAL OBSERVATIONS

The past year has been difficult and challenging for the Canadian economy. It was a year of economic readjustment, with the pace of activity slowing markedly, following three years in which spending in the economy had remained at unsustainable levels and inflationary pressures had intensified. As inflation became more entrenched and inflationary expectations gathered momentum, the economic distortions associated with inflation accumulated. Because of this, the slowdown has been more pronounced, and in a recessionary situation the adjustments required by firms and individuals have been generally demanding and often painful. International developments, particularly the need to absorb a rise in the price of oil resulting from the events in the Persian Gulf, have added a further complication to our economic situation. And more recently, the onset of war in the Middle East contributed another element of uncertainty to the world economy.

In such times of stress, economic policies come under especially intense scrutiny – not only the particular actions that are taken but also the basis for them. This is certainly true for monetary policy. Accordingly, I want to begin these remarks with some general comments on monetary policy before returning to look more directly at economic and monetary policy developments.

The responsibilities and scope of monetary policy

The frequency and range of commentary and advice on monetary policy in Canada over the past year have been impressive. Nonetheless, it still seems that some further explanation of the basic nature of monetary policy, and therefore of what it can realistically be expected to accomplish, would be a constructive addition to the debate.

The fact that we live in a monetary economy is so readily taken for granted that the central importance of this can easily be overlooked. Therefore, it is worth underlining that money has an absolutely essential function in our economy. It is the medium that links buyers and sellers, savers and investors, lenders and borrowers in all markets in all parts of the country. If our nation's economy is to work well, the money that its citizens use needs to be one that retains their confidence. Only a money that holds its value will retain confidence. It follows that the underlying basis of monetary policy should be to preserve the value of money and to avoid actions that would damage it.

This is why the Bank of Canada has emphasized the importance of directing monetary policy at achieving price stability and not at producing inflation. Simply put, with a trustworthy money our economy will work better. The next section of this report reviews in greater detail the costs that inflation imposes on Canadians.

This emphasis on the importance of a monetary policy anchored in price stability is not to suggest that monetary policy is a cure-all – an absolute solution to whatever economic difficulties Canada may encounter – or that other policies are not important. What this emphasis *is* meant to convey is that the ability of monetary policy to contribute to good economic performance, year in, year out, stems above all from its capacity to contribute to confidence in the nation's money.

Let me also emphasize that this understanding of what monetary policy can deliver is not a matter of opinion. The sole policy lever available to the Bank of Canada to influence financial and economic developments is its ability to control the supply in the economy of ultimate liquidity, the final means of payment. This

is why monetary policy is by its very nature about the supply of money and the management of monetary expansion. And this is why the responsibility for ensuring that the value of the nation's money is protected so that it can fully play its essential role in economic society is at the heart of what the central bank can do.

One reason why the Bank of Canada has always been at pains to underline this point is because it is well aware that this understanding stands in sharp contrast to a popular view of what monetary policy is about. In this popular view, the role of monetary policy is to set or move around the level of interest rates or the level of the exchange rate, or even both.

Certainly, the techniques used by the Bank of Canada to implement monetary policy will have a short-run impact on money markets and, by extension, on exchange markets. But these impacts, important as they are for the transmission of monetary policy to the economy, are not the foundation of monetary policy. The lasting effect that monetary policy can have on interest rates and the exchange rate comes about through the influence the Bank exerts over the supply of money and the resulting effect on confidence in the value of money. Confidence is the essential element that the Bank of Canada can provide to lenders and borrowers when they make judgments on interest rates and on the exchange rate. It influences what they think money lent or borrowed now is likely to be worth in the future and what value they can see in the Canadian dollar as opposed to some other currency.

Evidently, it is these broad market judgments that are central to determining the levels of interest rates and the exchange rate. But equally evidently, the Bank of Canada cannot tell lenders and borrowers what judgments to make and when to make them, any more than it can answer for any of the other, non-monetary considerations that may go into making such judgments. That is why the popular view as to the Bank's rate-setting powers, focussing on short-run technique rather than on consistency and confidence, is off-track. The foundation that the Bank can and should put under those market judgments is the assurance that Canadian monetary policy will not be inflationary.

My final comment before turning to

recent developments is that monetary confidence is a contribution to a healthy economy that is built up gradually and carefully. Price stability is not a goal that can be achieved overnight. It requires from monetary policy patience and steadiness of purpose. Thus, widening confidence that inflationary impulses, from whatever source, will not be allowed to generate an inflationary spiral is an important step towards a non-inflationary environment and one that promises to be a solid achievement in the coming year.

The international economic and financial environment

International developments are reviewed extensively in another part of this report. My comments here are limited to those aspects that have had a particularly direct bearing on Canada's economy and finances.

On the broad economic front, one feature of the current international scene that stands out, certainly compared to the period of economic recession in 1981-82, is the unusually wide dispersion in the pace of economic activity among the major industrial nations. While the United States, the United Kingdom and Canada are in a period of recession, a number of countries in the rest of the industrial world, led by Germany and Japan, have been recording strong demand and output. In both these latter countries, domestic spending has been particularly buoyant while inflation, though showing a tendency to pick up, has been comparatively low.

This sustained vigour of demand outside North America will of course help to limit the downside risk for countries such as ours, where economic conditions are presently weak. However, there is another side to this coin. The very strength of domestic demand in Germany and Japan, particularly in Germany with the pressures of rapid unification, has led to a squeeze on the savings available to others. These two countries' surpluses of capital funds for overseas investment are down and their interest rates are up. At the same time, no upsurge of saving is evident in other countries.

Given the growing importance of Germany and Japan as global economic forces, this has put pressure on world savings and world real interest rates. I can add here that while many question marks surround the economic transfor-

mation taking place in central and eastern Europe, what is certain is that the potential demand for capital is enormous. Thus borrowers in capital markets, and Canada is a substantial net borrower, have had to obtain funds in strongly competitive conditions, and this seems likely to continue.

For Japan, the availability of funds for lending abroad, which has been reduced by its narrowing external surplus, has also been affected by complications of a financial nature. The squeeze on the capital of Japanese financial institutions, provoked by the steep decline in the Tokyo stock market in 1990, has cut into those institutions' capacity and willingness to lend, especially to borrowers offshore. A similar but broader kind of development became apparent in the United States. The problems for the U.S. financial sector came through a number of channels, but were all attributable in some degree to the remarkable surge of lending and leveraging in the 1980s. As the economic climate became less tolerant of the resulting high debt loads, the quality of credit suffered. These developments have led to questions about the solidity or fragility of some financial institutions and about the responsibilities on the shoulders of financial regulators.

Let me note that in Canada, while households also built up their indebtedness significantly in the 1980s, corporations by and large took a relatively conservative approach to leveraging their businesses. Furthermore, Canadian financial institutions as a group appear well equipped to withstand the pressures of the current, less favourable, environment after several very good years.

I will add that the recent more difficult environment also helps to underline the value of a basic lesson regarding financial oversight. That lesson is that in assessing the usefulness of rules for the prudent conduct of financial institutions, the relevant yardstick is not the contribution such rules can make when the climate is benign. That is not what the standards are there for. The real test is the kind of contribution such rules can make to ensuring that financial institutions can withstand the pressures that are bound to arise in periods when conditions are more difficult.

The international environment is very demanding. Even before the outbreak of war, the

uncertainties over the Gulf situation had a large influence on the price of oil and on economic developments in most countries. The recent setbacks in the multilateral trade negotiations also heighten the challenges facing us and the world trading community. The pressures are pretty much the same for all, and the differences in how countries fare will depend as much as anything on the quality of national policies, individually and in co-operation with others.

Canadian economic developments and monetary policy

An adequate assessment of economic and monetary developments in 1990 needs the perspective of what happened in earlier years.

As I mentioned at the beginning, the three years 1987 through 1989 were years of exceptionally strong spending in Canada. While experience differed among regions, the total dollar amount spent on goods and services through this period went up on average 9 per cent a year. This was about three times as fast as the ability of the economy to expand its production on a continuing basis. Credit to Canadian businesses and households rose rapidly, at a rate into double digits, fuelling not only strong purchases of goods and services but also an escalation in the prices of existing assets. For example, the average price of a house in Canada jumped by about 50 per cent. The monetary aggregate M2 rose on average by more than 10 per cent a year. As markets for goods and labour tightened, inflation and inflation expectations became increasingly pronounced.

In these circumstances, it is hardly surprising that Canadian interest rates rose and monetary conditions tightened the way they did. But these developments provoked a strong reaction in a number of quarters, so further comment on this matter seems in order.

First of all, it is important to distinguish clearly between on the one hand the guiding principle behind monetary policy, the promotion of monetary confidence, and on the other the changing economic environment in which monetary policy operates. A monetary policy directed towards price stability is a policy oriented in the most fundamental way possible towards low interest rates. This is because establishing confidence that money will indeed retain its value,

and not be undermined by persistent price increases, is a key condition for interest rates to come down and stay down. This is also why a capsule description of recent Canadian monetary policy as a 'high interest rate' policy is inaccurate.

But even with a policy that is consistently anti-inflationary, cyclical economic conditions are sure to vary, and monetary conditions will vary too. Thus, the upward trend in short-term interest rates from 1987 into the spring of 1990, and the rise in the Canadian dollar that was partly associated with it, reflected the strength of spending and credit demand, not a change in the basic direction of monetary policy.

Some of the commentary on monetary policy has suggested that even in the face of this inflationary surge in demand, credit and money, the Bank of Canada should nevertheless have been more expansionary in its own policy actions. If this had happened, it is supposed, interest rates would have been kept down. This monetary policy advice seems to be based on the assumption that even in an inflationary climate the faster the rate at which liquidity is created, that is, the faster the rate at which the central bank prints money, the lower interest rates are bound to be.

This assumption is not valid because, as I emphasized towards the start of these remarks, monetary policy operates in a market context. The Bank of Canada can certainly encourage an increase in the supply of money. Indeed, it is uniquely placed to do so. But what it cannot guarantee is that there will be willing holders of an additional supply at an unchanged price, that is, an unchanged value of money. The trouble comes when confidence in the value of money begins to fade, or fade faster, and the market actions of borrowers and lenders push interest rates up as a result. In that situation, printing money even faster obviously does not help. It would make the value of money drop even faster and add further fuel to the adverse response in financial markets.

The Bank does have room for manoeuvre in creating liquidity and at the same time managing down short-term interest rates, but this room is available only within important limits. Those limits are dictated by the extent of the confi-

dence among holders of Canadian dollars, who are principally Canadians of course, that the deposits and other investments they hold will retain their value against the goods and services that money can buy and against other moneys. Concerns about inflation shake that confidence and are counter-productive for low interest rates. But building confidence takes time.

During 1990, demand pressures in the Canadian economy finally eased appreciably, and the expansion of money, credit and total spending in the economy moderated. From the late spring these developments began to open up room for lower interest rates. However, with the buildup of inflation and inflation expectations that the Canadian economy inherited from the earlier surge in demand, the momentum of cost and price increases has been persistently strong. This momentum threatened to be compounded by pressures coming from the rise in oil prices and the important upward adjustment to the level of consumer prices stemming from the introduction in January 1991 of the goods and services tax. The danger has been a feedback from prices into costs, and from costs into prices, and so on. Monetary policy has been very cognizant of this threat.

Thus in its actions affecting the supply of liquidity in money markets, the Bank of Canada has of course been moving carefully. It has been responding to the weakening of demand and the easing of the pressures on inflation from the side of demand by encouraging lower interest rates in the marketplace, in the same manner that it responded in an upward direction during the 1987-89 surge in demand. At the same time, it has been concerned to see to it that this easing can be sustained. The only way for the Bank to do this is by providing confidence through its actions that monetary policy will be conducted in such a way as to seek an underlying path of inflation that is down, not up.

In this general regard, let me underline that the confidence the Bank of Canada seeks to foster is that the Canadian dollar will retain its value in Canada. That is what is meant by price stability. It is also worth noting firstly, that this is not the same as having the exchange rate at any particular level, and secondly, that while

monetary policy must of course guard against losses of confidence in the Canadian dollar, the most basic contribution that monetary policy can make to protecting the external value of our currency is to have a care for its value internally.

The exchange rate is a key price in the Canadian economy, with effects on demand, inflation and output. It is therefore a major economic force to which monetary policy must pay attention, as it should to all major forces affecting the economy. And under Canada's flexible exchange rate regime, in making judgments about monetary conditions and about any required monetary policy actions, the Bank of Canada aims to take into account the effects of exchange rate movements on the likely pace of spending and inflation in Canada. But taking those effects into account is not the same as aiming at a particular exchange rate or exchange rate range. The monetary policy objective has to be broader than that.

* * *

Understandably, most commentary on economic matters deals with events happening close to home and at the time – the 'here and now.' But what originates here in Canada is only part of the story, even if it is in the end the more important part, and what is happening now usually has roots in developments and policies over quite an extended period.

As regards earlier developments, it is clear that if spending had not surged to such an unsustainable level during the late 1980s, this would have helped to avoid the slowing in the past year. It is certainly open to debate how much of the surge, which had both domestic and international sources, could or should have been foreseen. It can also be debated how policies, federal or provincial, could ideally have been deployed to moderate the surge, thus making the expansion more sustainable and avoiding the inflationary fall-out. However, what I believe is hardly open to debate is that, given the way events developed, it was monetary policy's responsibility to provide firm resistance to the spending pressures. Failure to have provided

such resistance would have made the situation we face today much more difficult. To have accommodated an unsustainable expansion with easier money would have worsened the inflation, added to the economic distortions associated with inflation, and intensified the economic slowdown that inevitably follows an inflationary boom.

Indeed, a more pertinent question is whether monetary policy during that period of expansion should have been still more restrained in supplying liquidity, not less. It is arguable that if monetary policy had been still more restrictive then, with higher short-term interest rates probably, interest rates would be lower now – and lower across the whole spectrum of rates.

Developments abroad, as I pointed out earlier, are also important in explaining Canada's economic situation. There was a notable international element in Canada's recent boom coming from the sharp increases in the prices of a whole range of the industrial commodities we produce and from a strong industrial economic expansion in the United States. More recently, the influence from these two factors has been towards economic slowing, and our economy cannot help but be similarly affected.

Looking forward, it is evident that the international context, particularly the buoyancy of our export markets in the United States, will similarly be an important influence on the timing and strength of economic recovery in Canada. Internally, progress was made during 1990 in providing a solid basis for renewed economic expansion through the moderation of inflation pressures and the greater realism in economic decision-making that this began to produce. Interest rates have eased. As businesses and individuals increasingly base their decisions on anticipation of easing inflation, the prospects for sustained growth will improve further.

Just how much scope there will be for lower interest rates in the future will depend as well on the perceptions and actions of participants in financial markets. Those perceptions and actions can be affected in the short run by a range of factors, some having to do with economic policies, some not. This is why forecasting in this area is so difficult. However, what can

be said from the vantage point of Canadian monetary policy is that establishing confidence in the value of money is its vital contribution to progress in lowering interest rates. The greater the success we have in Canada in developing that trust, the more assurance there is that our interest rates will come down and stay down. The Bank of Canada will work steadily to consolidate the progress we have made so far.

Sound money is an investment in the economic well-being of the nation. The efforts to bring down inflation in the early 1980s after the disastrous experience of the previous decade were a cornerstone of the sustained expansion that our economy enjoyed in the years that followed. For the 1990s we need to extend and improve upon that success, and not to repeat failure.

* * *

On 26 February 1991, at the time of the federal budget, the Bank of Canada and the Minister of Finance jointly announced targets for reducing inflation in Canada. The targets call for gradual but progressive reductions in inflation until price stability is reached. The intention is to provide Canadians with a clear indication of the downward path for inflation towards which monetary policy actions will be directed over the medium term.

More details about the targets are contained in the Bank's press announcement, which is reproduced at the end of this report.

THE BENEFITS OF PRICE STABILITY

The first section of this report emphasized the fundamental point that if our nation's economy is to perform well, its citizens need to have confidence that the money they use will hold its value. And money will only retain its value if the general level of prices remains stable – in other words, is not subject to chronic inflation. The view that inflation brings benefits to the economy in the form of higher employment has been discredited by the events of the 1970s and 1980s. What is less widely recognized is that inflation carries with it costs that are widespread and pervasive. Inflation creates increased uncertainty about the future, which makes it much more difficult for everyone to make good economic decisions. It also causes households and businesses to divert substantial amounts of time and money to try to shield themselves from the effects of rising prices. But not everyone is successful, and the inflationary process is inequitable and socially divisive. These are costs that can be avoided if monetary policy is successfully directed to achieving and maintaining price stability. This section reviews in more detail the costs that inflation imposes on the economy.

Inflation creates uncertainty about the future

In a monetary economy, decisions to buy or sell, to borrow or invest are based on prices – both current prices and the prices expected to prevail in future years. In other words, prices permit comparisons of the current and expected future values of the wide array of goods and services found in different markets, providing workers, managers, savers and investors with the information and incentives to undertake economic decisions. Inflation creates uncertainty, which distorts and confuses that information.

Take for example a decision by a business to build a new plant. Such a decision has to take into account not only the cost of funds and

the prices of labour and materials to build the plant, but also the prices expected in the future for the output of the plant and for the labour and materials to produce that output. The future is always uncertain, but the uncertainty is magnified when prices are rising, since inflation is seldom stable and predictable. Inflation makes it much more difficult to make good investment decisions.

Moreover, during inflation, prices do not respond identically to the excess demand pressures. These differing movements in prices are easily misread, and exaggerated expectations frequently develop about the likely further increases in the prices of products that are already rising most rapidly. One result is periodic bouts of over-investment in these products. For example, it is the prices of primary commodities and real estate that have typically responded the most quickly and vigorously during inflationary periods. The burst of investment in developing new sources of primary commodities and in acquiring existing producers of resources during the late 1970s, and the construction boom in condominiums and commercial buildings in some centres during the late 1980s are graphic illustrations of the problem of over-investment in response to the exaggerated expectations to which inflation gives rise.

The costs of having to cope with inflation

As inflation becomes entrenched, businesses and individuals find that they have to make expenditures of both time and money to deal with its effects. This goes far beyond the need for more frequent revision and reissue of price lists and catalogues. For example, contracts of all sorts become shorter in term so that the parties are not locked into a situation where they can be hurt by unexpected inflation, and this means more effort must be devoted to negotiating contracts. Buyers have difficulty in obtaining guaranteed prices of products for

future delivery. Investors become concerned about hedges against inflation rather than about productive investments. At the peak of inflation in 1980-81, investors turned in large numbers to assets such as real estate, gold and silver, precious gems and works of art, either to protect themselves against inflation or to try to benefit from it.

Financial contracts for instruments such as deposits, loans and security issues have been particularly affected by the concerns about inflation. The average term of such contracts has shortened dramatically since the early 1970s when inflation became a more persistent and serious problem. The long-term corporate bond market has contracted and 25-year residential mortgages have become virtually unavailable. Too many savers were caught by the rise in inflation during the 1970s and are no longer willing to provide funds at fixed interest rates for extended periods. As a result, such long-term funds are no longer as readily available to private borrowers wishing to invest in long-term assets such as housing or production facilities.

Large and frequent users of financial services have increasingly resorted to some very sophisticated techniques to limit their exposure to inflation-related risks. Examples include interest rate and currency swaps as well as futures and options contracts. The diversion of productive resources to the financial sector in an attempt to provide shelter from the effects of inflation has been substantial.

To attract funds, financial institutions and markets need to compensate savers for inflation. Interest rates therefore are higher by an inflation premium that savers demand as an offset for the declining value of their money. But since future inflation is highly uncertain, interest rates in countries with a history of inflation also carry a further premium to cover the risks caused by uncertainty about inflation. As a result, it is more costly for borrowers to obtain funds to carry out their spending plans.

As well, when high inflation requires a high interest premium to compensate lenders for the eroding value of a loan, borrowers are effectively forced to repay their loans much more rapidly than when prices are stable. With mortgage loans, for example, this forced repayment can

push homeowners into financial difficulty, even when house values are rising significantly in response to inflation, because the inflation premium embodied in mortgage rates makes it difficult for them to manage their monthly payments.

While savers may receive compensation through interest rates for the fact that inflation undermines the value of their savings, they are required to pay tax on the whole of their interest income. With inflation at 4½ per cent, for example, a saver with a 40 per cent marginal tax rate, who earns just under 5½ per cent after tax on a 9 per cent term deposit, is left with a return of less than 1 per cent after inflation. The decline in the effective return on savings during periods of inflation has had negative effects on the incentive to save. And the interaction of inflation with a corporate tax structure that was similarly designed for a world with stable prices has been a significant distorting influence on the behaviour of corporations.

Equity and fairness

The costs of inflation do not fall equally on the population. Some individuals and businesses are better placed than others to protect themselves against inflation, but there is also a good deal of chance involved. Frequently, it is the least sophisticated parts of our economic society that lose out when inflation takes hold. The most widespread examples of inflation losses relate to fixed retirement pensions. At 4½ per cent inflation, such pensions will lose half their value in just over 15 years. People who gain from inflation, whether because of their ability to invest in assets that benefit from inflation or by chance, do so only at the expense of others in the community. These gains do not reflect reward for greater effort or contributions to productivity. As a result, inflation leaves a sense of great unfairness in a society, and it undermines the sense of equality of opportunity that is at the base of a successful market economy.

‘Living with inflation’ is no answer

One solution that has been proposed to deal with this unfairness, while at the same time avoiding the effort and discipline that is required to return to price stability, is to adjust our eco-

economic arrangements to try to live with inflation. The idea is to protect individuals against losses from inflation through indexing all types of incomes and payments. The authorities would aim at stabilizing the inflation rate and, it is contended, the economy would readily adjust to that stable rate, and the costs of inflation would be avoided.

The experience of Canada in dealing with inflation since the early 1970s is a good indication that an economy as complex as ours does not move easily or quickly to adjust to inflation. Clearly, the costs of changing our institutions in order to live with inflation are high. It is not just a matter of indexing incomes. Major changes would be required not only in the personal and corporate tax systems but also in legal arrangements, accounting standards and many other aspects of economic life. It is a telling fact that after 20 years during which inflation averaged 7 per cent, most institutional arrangements have not adapted to take account of inflation.

But even if the institutional changes were made, living with inflation would not be a credible policy. By seeking to stabilize the inflation rate at its current level, the authorities would demonstrate their unwillingness to take the actions required to combat inflation. It is un-

likely therefore that anyone would believe that if some adverse development suddenly pushed inflation up to a higher level, the required anti-inflationary actions would be taken. Monetary policy aimed at stabilizing inflation at a given level would constantly be battling against such scepticism. Countries that have gone furthest in indexing their economic systems have typically found themselves facing higher and higher rates of inflation that have put at risk the entire institution of money. A policy of tolerating inflation systematically undermines the capacity of a country to produce good economic performance.

* * *

To avoid the burden that inflation imposes on the economy requires a monetary policy that is firmly directed to reaching and maintaining price stability. It is only with stability in the general price level that a sound basis can be provided for investment and lending decisions and the most effective use will be made of the economy's resources. At the same time, the extensive effort and resources devoted to coping with inflation can be put to more productive use and the unfairness to those who cannot protect themselves from inflation will be eliminated.

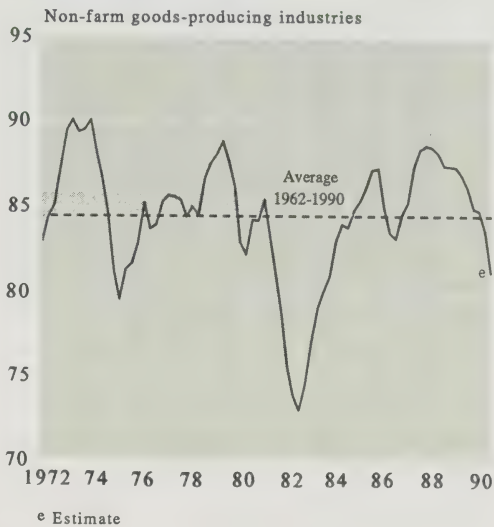
ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS

Demand, economic activity and inflation

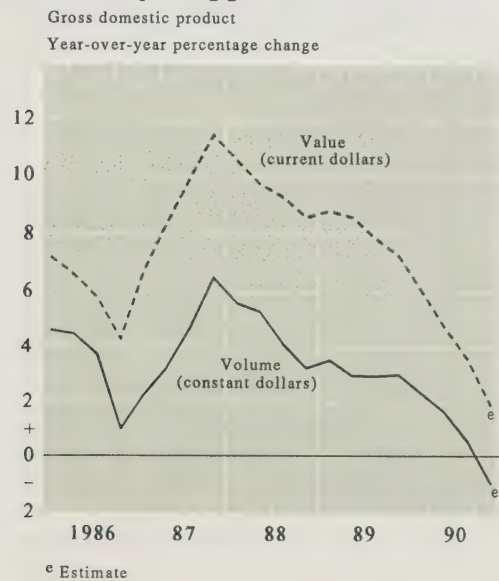
The pace of total dollar spending in the Canadian economy slowed substantially during 1990, reflecting primarily a decline in the volume of demand. This moderation followed a period of sustained rapid expansion that pushed economic activity to a high level and generated mounting inflationary pressures. For the economy as a whole, demand has strained productive capacity for several years, and this situation continued into early 1990. Indeed, the level of activity in the non-farm goods-producing sector remained above its long-term historical average through the first half of 1990, before dropping below that average in the third quarter for the first time since 1986.

Given the sustained high level of economic activity and persistent inflation, an environment developed in which inflation expectations became strongly held. As well, with tight labour markets through the first half of the year, under-

Rate of capacity utilization



Measures of spending growth



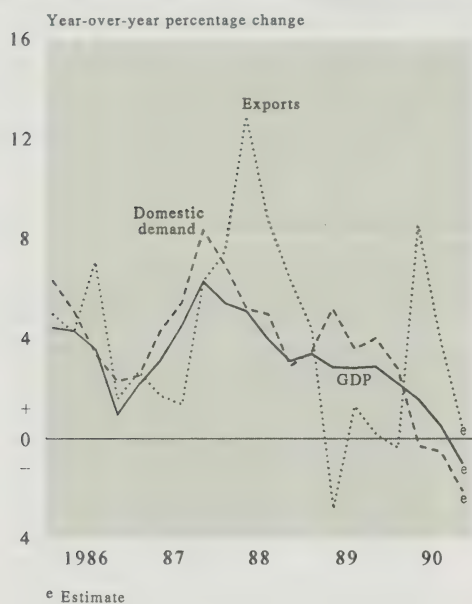
lying cost pressures intensified in 1990. However, the significant easing of demand through the year resulted in a marked decline in profits and the upward trend of consumer price inflation was halted and began to reverse.

Demand and economic activity

Total dollar spending is estimated to have increased by about 2 per cent during 1990, compared with just over 7 per cent during 1989. This lower increase reflected primarily an easing in the volume of aggregate demand, which is estimated to have declined by about 1 per cent compared to an increase during 1989 of almost 3 per cent. In particular, domestic demand moderated substantially in 1990, whereas higher export demand was a source of growth.

The capital spending components of aggregate domestic demand, which tend to be more sensitive to interest rates, were particularly

Growth in the volume of gross domestic product, domestic demand and exports



weak – residential investment, business fixed investment and consumer spending on durable goods all declined in volume terms during 1990, after several very strong years.

An unwinding of speculative pressures in major housing markets brought to an end the long boom in residential construction and resale markets. Housing starts fell sharply in the second half of the year to just 145,000 units at an annual rate in the fourth quarter, down about 33 per cent from their level a year earlier. The drop in sales of existing units was also substantial – about 22 per cent for the year as a whole.

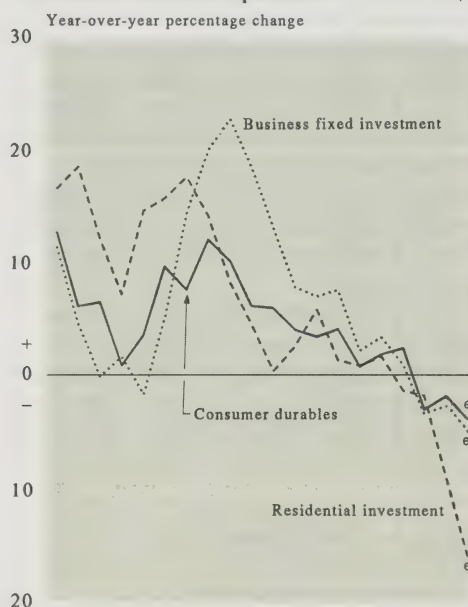
In response to the easing of pressures on productive capacity, the continued squeeze on profits, and higher financing costs, firms reduced the volume of capital spending in 1990, following several years of very strong expansion. Towards the end of the year, the pending replacement of the manufacturers' sales tax by the goods and services tax (GST), which reduces the cost of capital goods, led to postponement of some investment spending until early 1991, particularly for commercial vehicles and automobile fleets.

Another important factor in the slowing

of total demand was the continued effort by firms to keep inventory levels down in line with sales. A decline in the volume of non-farm inventory investment is estimated to have reduced total domestic demand by more than 1 per cent during 1990. Indeed, reduced inventory investment in the second quarter more than accounted for the decline in total output in that quarter.

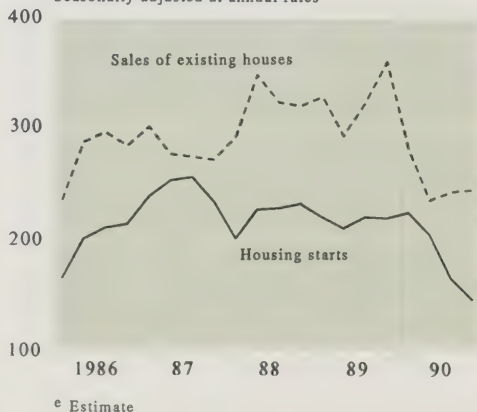
Selected indicators of household and business demand

Growth in volume of expenditures



Housing market

Thousands of units
Seasonally adjusted at annual rates



Consumers also exercised caution in 1990. The volume of spending by the personal sector in the final quarter of the year was down about $\frac{1}{2}$ per cent from its level a year earlier. Goods demand was down sharply, especially for durable goods, while the volume of spending on services continued to increase. The personal savings rate is estimated to have risen slightly for the year as a whole, despite a marked decline in the second quarter when households reduced their savings to make their final income tax payments for the 1989 tax year. These payments were unusually high because certain tax measures enacted in 1989 had not been reflected in deductions at source during the year.

The slowing pace of domestic demand, particularly the reduction in the volume of spending on automotive products and on machinery and equipment, led to a reduction in the volume of imports of goods. In contrast, the volume of Canadian merchandise exports rose by about $4\frac{1}{2}$ per cent in the year as a whole, despite further deterioration of the competitive position of many Canadian exporters and despite significant slowing in the pace of expansion of the U.S. economy. World demand for Canadian products was sustained by continued strong economic expansion in the major overseas industrial economies, particularly Germany and Japan. An important special factor was the recovery in the volume of wheat exports following a rebound in crops in 1989 and record harvests in 1990.

With stronger exports, the merchandise trade balance in value terms went from a surplus of about \$7 billion in 1989 to a surplus of just under \$11 billion in 1990. The overall current account deficit was essentially unchanged, however, as the increase in net earnings from merchandise trade was offset by higher investment income payments to foreigners and by a bigger net deficit in foreign travel.

Canadian labour markets remained relatively tight through the middle of the year. Indeed, the unemployment rate fell to a 9-year low of 7.2 per cent in March and averaged 7.5 per cent in the first half of the year. However, as the economy slowed through the balance of the year and wage costs continued to escalate, employment began to decline and the unemployment rate rose, reaching 9.3 per cent in December.

The slowing of economic activity was concentrated in central Canada. In Ontario, the unemployment rate rose to 7.8 per cent in December from 5.4 per cent a year earlier, while in Quebec a similar increase brought the rate to 11.7 per cent. A number of factors have contributed to the weakness in central Canada. These include: the reduction in spending on automotive products in North America, which has depressed the production of transportation equipment and ancillary products such as steel, plastics and rubber, all of which are concentrated in Ontario; weak investment activity in Ontario; and sharply lower activity in the furniture, textile and clothing industries, all predominantly located in Quebec and Ontario. The contraction of real estate activity and of construction, especially residential construction, has been pronounced in central Canada, particularly in the Toronto area.

Employment growth in Atlantic Canada picked up sharply; total employment ended the year up almost 2 per cent from its level in December 1989, compared with a decline of over 1 per cent for the country as a whole. Strong employment growth in the business

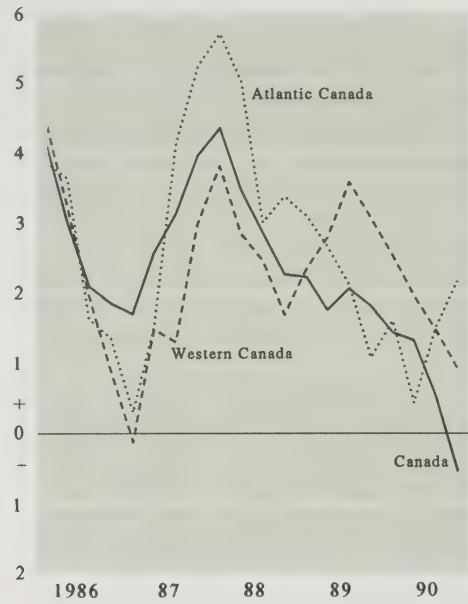
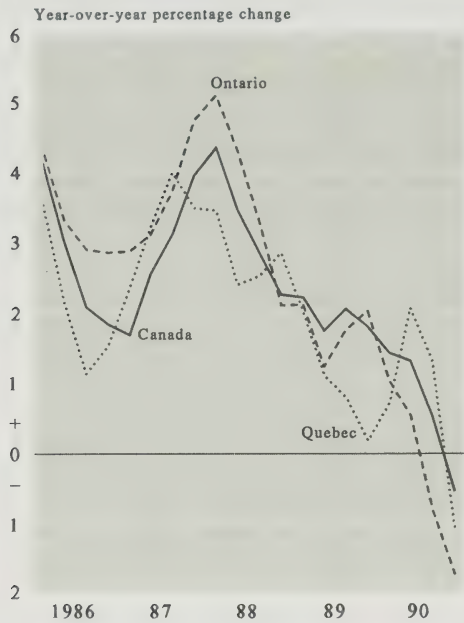
Selected balances

Billions of dollars

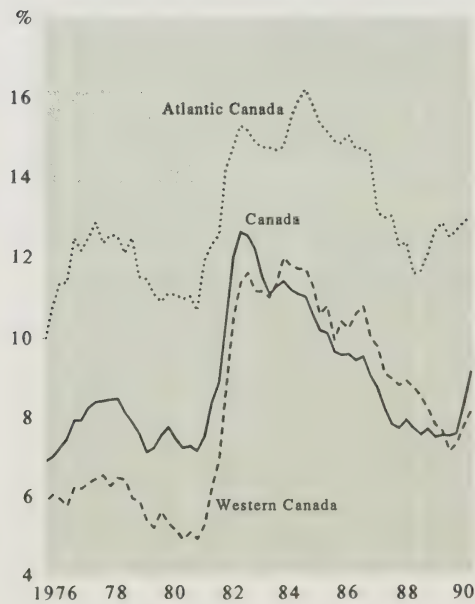
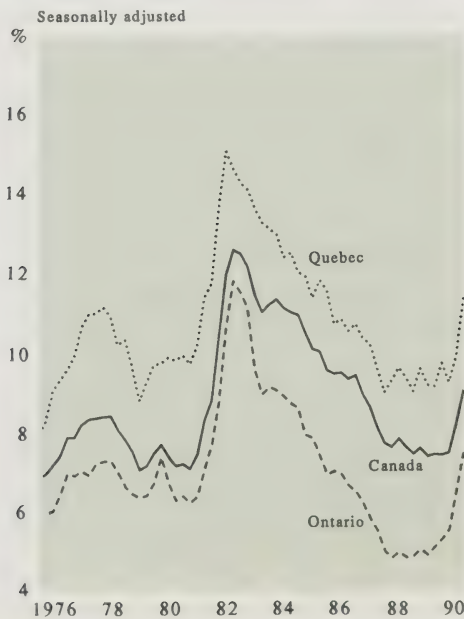
Seasonally adjusted at annual rates



Growth in employment



Unemployment rate



service sector and in construction, as well as continued investment by resource industries and utilities, limited the impact of a slowing national economy. However, low lobster prices and reduced landings of groundfish have contributed to weakness in the fishery. Output in other resource industries was also down, in part because of strikes in the mining and forest products sectors.

Employment growth in the Prairie provinces remained above the Canadian average, in part reflecting significant investment in forest products and mining. Also, with natural gas gathering systems operating at high levels of capacity and with the prospect of increased sales in U.S. markets, firms have initiated large investments in transmission systems. A record harvest raised grain output and led to higher export volumes but did not generate much income growth, as high subsidies in Europe and the United States and a generally good harvest around the world combined to depress grain prices. Farm support payments from federal and provincial governments were also down.

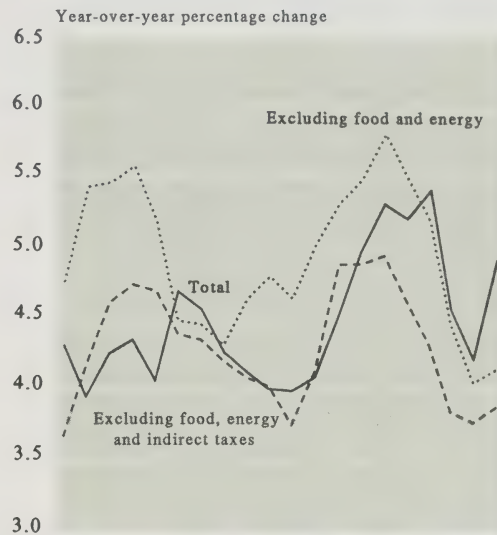
In British Columbia, employment growth in 1990 remained relatively strong and the province also continued to experience very rapid increases in its labour force owing to both migration from the rest of Canada and immigration from abroad. The B.C. economy was particularly robust in the first half of 1990, buoyed by continued high levels of consumer spending and construction. In the second half, the B.C. economy slowed in the face of falling commodity prices; in particular lumber prices were down significantly due to the sharp decline in residential construction in the United States.

Inflation and costs

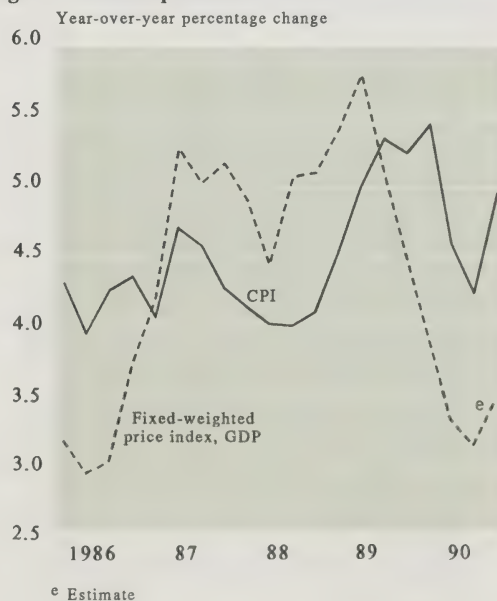
In response to the easing of demand pressures, the acceleration of consumer price inflation through 1989 and early 1990 was halted and then began to reverse. From a peak of about 5½ per cent early in 1990, the 12-month increase in the consumer price index (CPI) fell to about 4¼ per cent in the third quarter. The absence of major new indirect tax increases in 1990 contributed to the improvement, but measures of inflation that exclude the effects of indirect taxes also fell over this period. In the fourth

quarter, however, the rate of inflation picked up again to 5 per cent, reflecting the rise in the world price of oil following the buildup of tensions in the Persian Gulf. There was a further sharp increase in early 1991 owing to the rise in the general level of prices resulting primarily from the introduction of the GST on 1 January.

Consumer price index



Consumer price index and the price index for gross domestic product



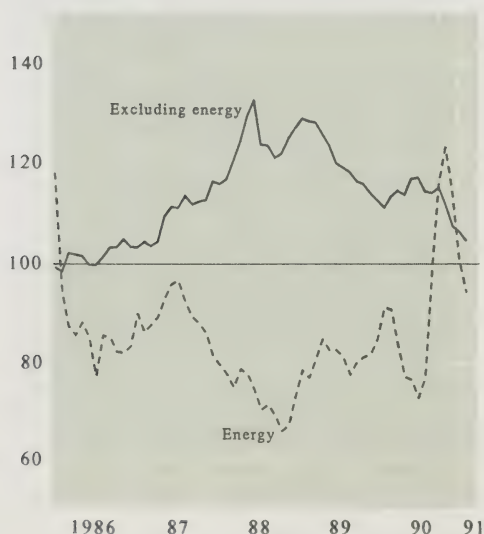
The easing of demand pressures on inflation is also evident from the fixed-weighted price index for gross domestic product, a broad measure of the prices of goods and services produced in Canada. Inflation by this measure has fallen relative to the rate of increase of consumer prices, primarily because of declines in prices of investment goods and most commodity exports, other than oil.

Given the weakness in domestic demand and lower export prices, corporate profit margins were squeezed during 1990. An exception was the energy sector, where higher oil prices were reflected in higher profits.

The continuing escalation of domestic costs also contributed to the squeeze on profits. Indeed, there has been little direct evidence to date of the moderation in cost increases necessary for sustained progress in reducing inflation. With labour markets remaining tight through the first half of the year, wage costs continued to escalate. Statistics Canada's fixed-weighted index of average hourly earnings increased almost 6 per cent on average in 1990 compared to just over 5 per cent in 1989. Negotiated increases in base wage rates in major settlements followed a similar pattern, with private sector

Bank of Canada commodity price indexes in terms of Canadian dollars

1986Q1 = 100

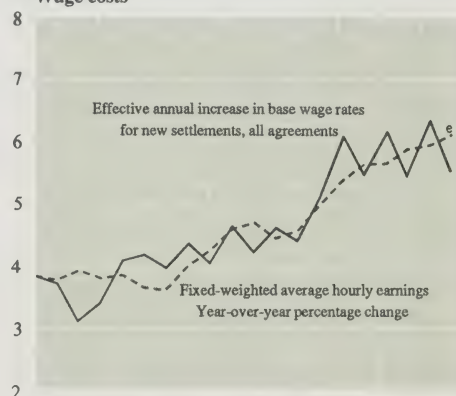


Corporate profits



Indicators of producer costs

Wage costs



Labour costs per unit of output

Year-over-year percentage change



settlements running slightly above public sector settlements on average. Moreover, despite efforts by firms to streamline operations and increase productivity, especially in the resource and manufacturing sectors, unit labour costs are estimated to have risen by more than 6 per cent during 1990. About one percentage point of this increase is attributable to the net effects of higher employer premiums for unemployment insurance and the change in financing of Ontario's health insurance system.

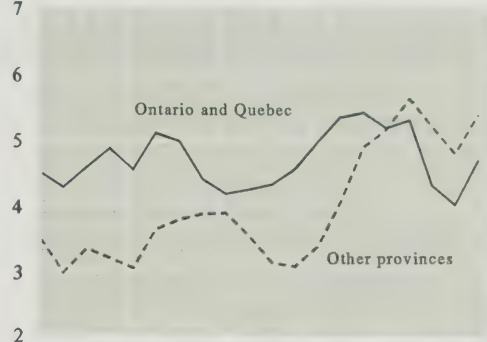
The concentration of the slowing in economic activity in central Canada was reflected in changes in the regional profile of inflation. The rate of increase of consumer prices in Ontario slowed, in part because of a decline in new house prices. Inflation accelerated, however, in western Canada and Atlantic Canada – both regions recorded higher consumer price inflation during 1990 than central Canada. Although the inflation rate in Quebec rose above that in Ontario, it remained below the average for the rest of the country. Despite the sharp slowing in economic activity in Ontario, negotiated wage settlements in that province were above the national average, as were those in British Columbia and Atlantic Canada. Settlements in Quebec, the Prairies and the federal public sector were below the average.

In January 1991, the 12-month increase in the CPI jumped sharply to over 6¾ per cent, reflecting in large part the introduction of the GST on the first of the month.

Regional indicators

Consumer prices

Year-over-year percentage change



Effective annual increase in base wage rates for new settlements



Monetary and financial developments

Slower growth in total spending led to a marked deceleration in the pace of expansion of the monetary and credit aggregates in 1990 and, from late spring, to a marked decline in short-term interest rates. In contrast, long-term rates increased in 1990, reflecting the influence of a tightening in world capital markets as well as some domestic factors.

Monetary aggregates

After a significant acceleration in 1988 and 1989, the growth rates of the broad monetary aggregates M2 and M2+ fell below double

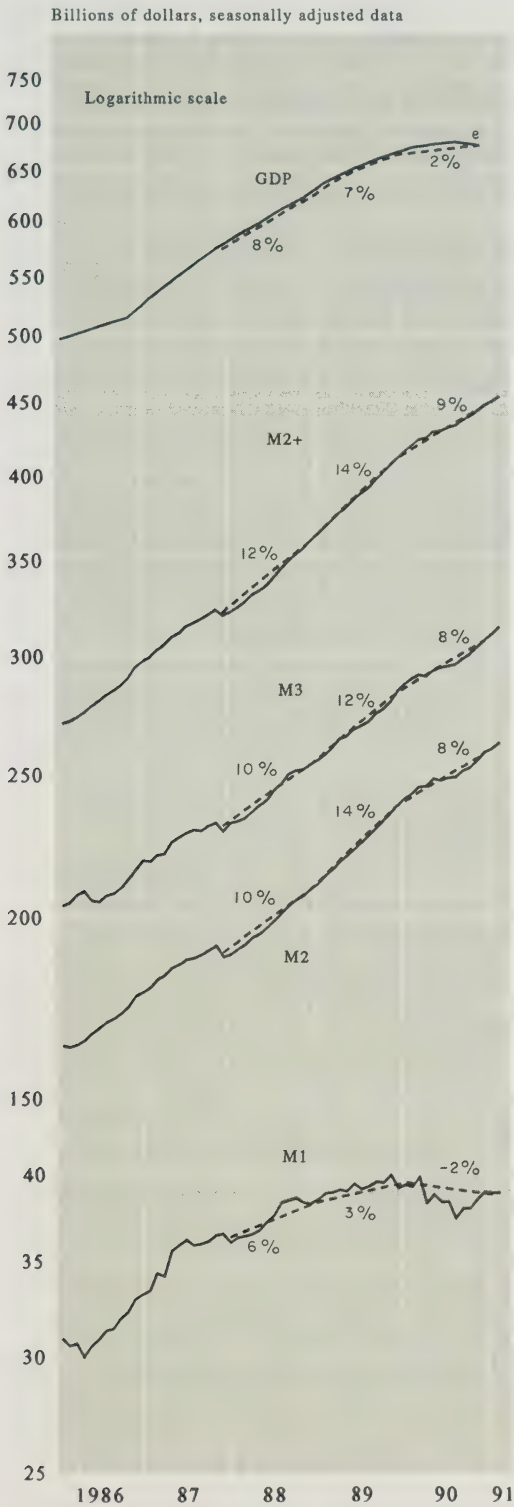
digits during 1990, to about 8½ per cent. The decline in their rate of growth was mainly attributable to the slowing of total spending. Nevertheless, the growth of the aggregates M2 and M2+ remained well above that of total spending, representing a continuation of the upward trend in the ratio of these aggregates to gross domestic product recorded over most of the past two decades. Similar to last year, a relatively small Canada Savings Bonds campaign boosted the growth of the broader aggregates, particularly M2, in the last quarter of 1990.

The growth rate of the aggregate M3 also

Canadian interest rates



Monetary aggregates and gross domestic product (GDP)



M2+:
M2 plus deposits at trust and mortgage loan companies,
deposits and shares at credit unions and caisses populaires,
and deposits at Province of Ontario Savings Office and
Alberta Treasury Branches

M3:
M2 plus non-personal fixed-term deposits and foreign currency
deposits of residents booked in Canada

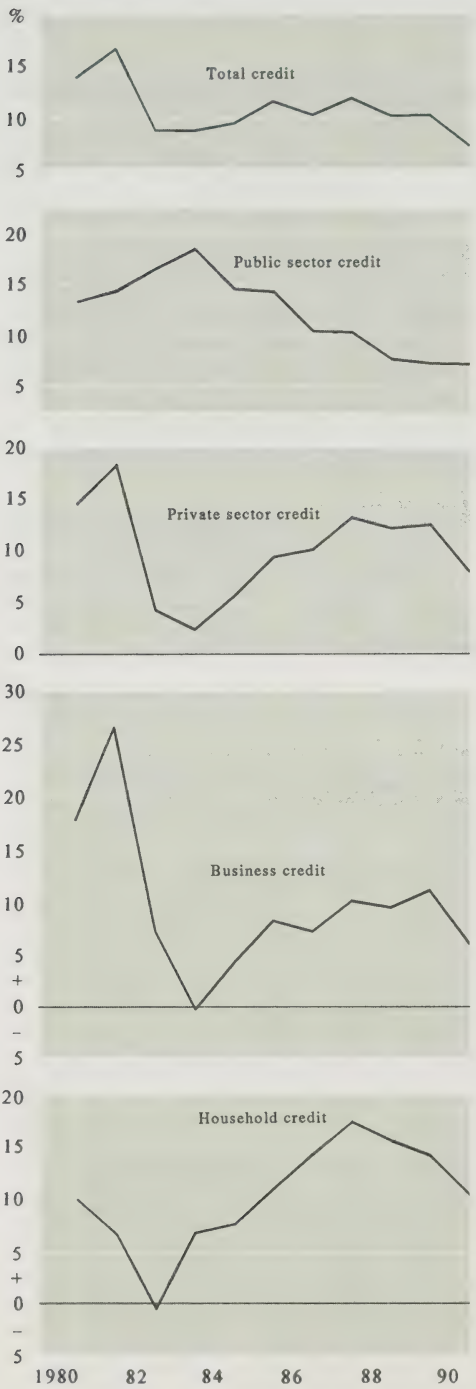
M2:
M1 plus personal savings deposits and non-personal
notice deposits

M1:
Currency and demand deposits less private sector float

Note: Growth rates are calculated as the rate of change on a
fourth-quarter-to-fourth-quarter basis. GDP data are quarterly
and monetary aggregate data are monthly.

e Estimate for the fourth quarter

Credit aggregates¹



Total public sector credit²:
Loans extended to, and bonds and bills issued by, federal, provincial and municipal governments, and guaranteed bonds issued by provincial and municipal government enterprises

Total private sector credit:
Total business and household credit

Business credit²:
Loans and financial leases extended to, and acceptances, commercial paper, bonds and equities issued by, non-financial businesses

Household credit:
Consumer credit and residential mortgage loans

1. Growth rates on a fourth-quarter-to-fourth-quarter basis
2. Adjusted to exclude the effect of exchange rate movements on foreign currency debt

fell below double digits to about 8½ per cent. This deceleration was linked primarily to the slowing of the demand for credit, particularly the demand for bank loans.

The narrower aggregate M1 fell by about 2 per cent over the year, reflecting the weak growth of total spending and the lagged effects of rising interest rates in the early part of 1990. During the year, M1 displayed marked swings, contracting sharply in the first half and rebounding significantly in the second. This pattern is explained to a large extent by interest rate developments. By raising the cost of holding the transaction balances included in M1, the increase in interest rates in recent years contributed to keeping the growth of this aggregate well below that of total spending, a trend that continued into the first half of 1990. However, the recent move towards lower interest rates has encouraged businesses and individuals to rebuild their cash balances. This development should result in the growth of M1 exceeding that of total spending over the near term. Another factor that contributed to the pattern of M1 during 1990 was the unusually large swings in private sector payments items in transit.

Credit aggregates

The demand for credit slowed significantly in 1990. The growth in the total indebtedness of the major non-financial sectors fell from the rate of 10 per cent recorded in the previous two years to just above 7 per cent, its lowest rate since 1983. This slowdown was attributable to reduced credit demands by both businesses and households.

The rate of growth of public sector debt was about the same in 1990 as in the previous year. This followed a marked deceleration over the past six years, a deceleration that was particularly pronounced at the federal level. Despite rising debt service costs and economic slowing, government sector financing requirements did not rise in 1990, in part because of an unexpected increase in tax revenues resulting from fiscal reform.

Stimulated by rapidly rising real estate values, among other factors, household indebt-

edness has grown particularly strongly in recent years. Credit expansion averaged 16 per cent annually from 1987 to 1989, outstripping the growth of personal disposable income, with the result that the household debt-to-income ratio reached a then-record level of 67 per cent in the last quarter of 1989. The rise in interest rates, the slowdown in the economy and the consequent fall in house prices – particularly in southern Ontario – led to a significant decline in the demand for household credit in 1990. The slowdown was evident in both mortgage and personal loans, reflecting the weakness in prices and activity in the real estate market and a moderation in consumer spending. However, total household credit growth, averaging 10 per cent over the year, continued to exceed disposable income growth, and the debt-to-income ratio was estimated to have reached close to 70 per cent in the final quarter of 1990.

Household credit¹



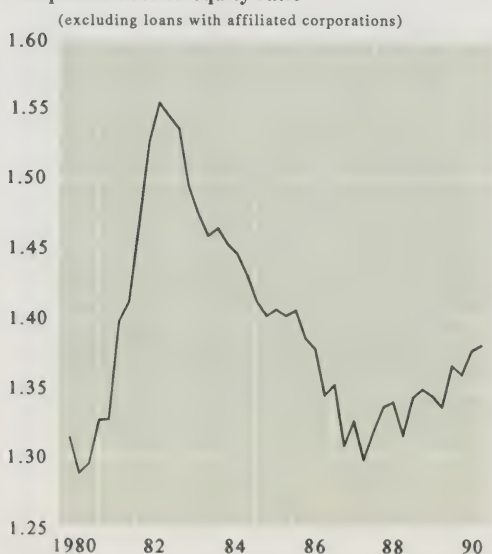
1. All lending institutions

° Estimate

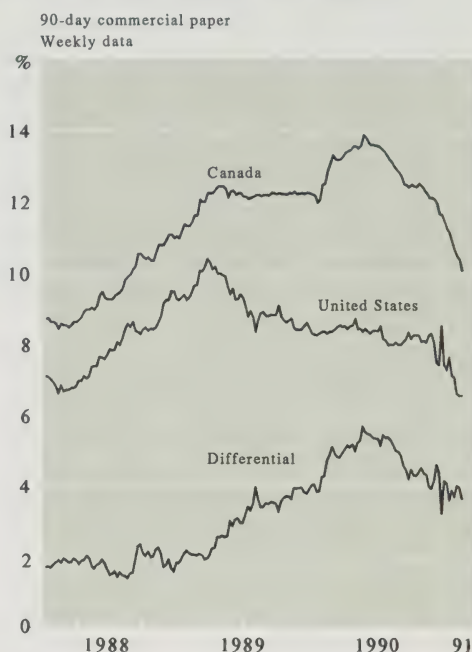
Despite a sharp drop in profits, businesses reduced their credit demands in 1990, especially in the second half of the year. The growth of business credit, which averaged 10 per cent from 1987 to 1989, fell to 6 per cent during 1990. The moderation in credit demand was attributable to tighter inventory control, the postponement of some investment projects and a drop in the number of corporate takeovers. In the face of the decline in profits, corporations reduced their accumulation of financial assets. The debt-to-equity ratio of non-financial businesses continued to rise in 1990; however, given the moderate reliance on debt to finance the strong investment growth of recent years, this ratio remains below its level in 1985, the year when the investment recovery began. Nevertheless, with declining business profits and rising interest costs, the ratio of interest payments to profits now stands at its highest level since 1983.

Although worsening economic conditions have prompted financial institutions to be more cautious in approving loans and lines of credit, this has not impaired their ability to provide financing. Overall, lending institutions have enjoyed high operating profits in recent years and have strengthened their financial condition

Corporate debt-to-equity ratio



Canada-U.S. short-term interest rates



considerably. The major Canadian banks, for example, have built up significant provisions for sovereign-loan losses, and, as discussed below, their ratio of capital to risk-weighted assets compares favourably with the guidelines developed by the Basle Committee on Banking Supervision and adopted in Canada by the Superintendent of Financial Institutions. While the proportion of non-current loans and the amount of loan losses rose in 1990, they are both well below their average levels through the 1980s. Thus, profitability among financial institutions as a group remains relatively high.

Interest rates and exchange rates

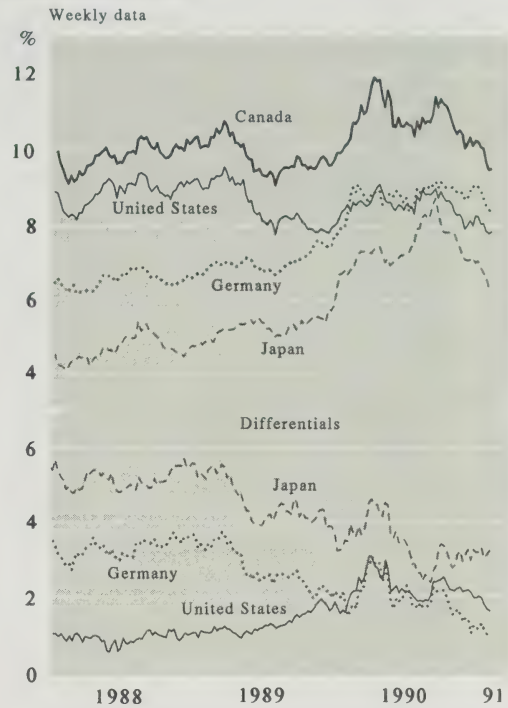
After remaining flat throughout most of 1989, short-term interest rates rose by almost 175 basis points in the first five months of 1990 before beginning a gradual decline. By year-end, the interest rate on 3-month commercial paper had dropped by about 250 points from a peak of 14 per cent in late May.

In light of preliminary indications that the pressures exerted by total spending on the

economy were easing, the Bank of Canada tried to encourage a modest decline in short-term interest rates in early 1990. However, this attempt ran up against rising interest rates in international capital markets, and it gave rise to expectations that differentials between Canadian and foreign rates would narrow significantly, triggering a steep decline in the Canadian dollar and resulting in a sharp rebound in short-term interest rates. Initially, the increase in short-term rates acted simply to counter the expansionary impact on aggregate demand of the depreciation of the Canadian dollar, but as signs emerged that aggregate demand remained vigorous and that domestic inflationary pressures were not easing, the Bank did not resist a continued firming of interest rates, even after the dollar had recovered. In the second quarter, concerns about the possible failure of the Meech Lake Accord generated renewed downward pressure on the dollar and upward pressure on interest rates. Subsequently, the slowing in aggregate demand and the easing of inflationary pressures allowed short-term interest rates to decline gradually. The differential between Canadian and U.S. rates for 90-day commercial paper widened to a maximum of 5.6 percentage points in May, then fell back to less than 4 points by the end of the year – about the same as at the end of 1989.

Although it fluctuated widely over the course of 1990, the Canadian dollar was little

Yields on 10-year Canadian and foreign government bonds



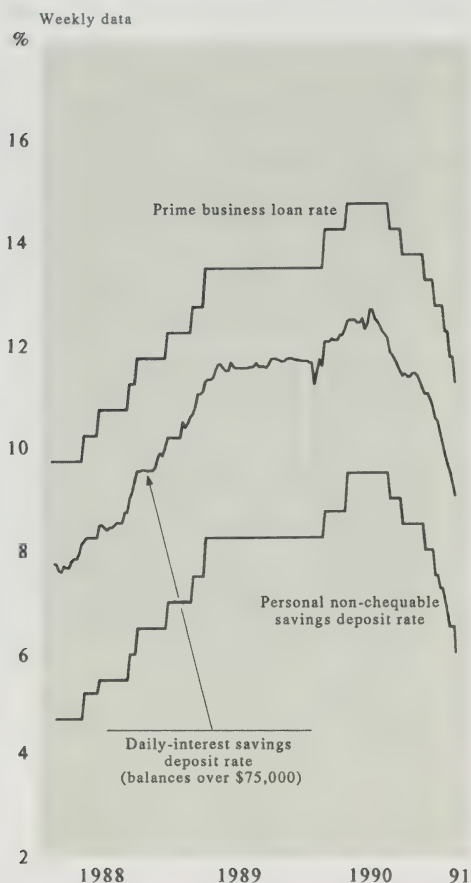
changed at the end of the year, at 86.21 cents (U.S.), from its 1989 close. However, relative to a trade-weighted average of G-10 currencies, the dollar depreciated by about 2 per cent.

Long-term bond yields rose strongly in early 1990, primarily as a result of a broad-based increase in long-term interest rates in world capital markets that was linked to a number of factors, including the vigour of economic activity overseas, particularly in Germany and Japan, the prospect of increased world demand for capital as a result of the liberalization of eastern European economies and the Persian Gulf crisis. The increase in long-term rates was somewhat larger in Canada than in the United States, and the differential between the rates on government bonds issued by these two countries widened to over 2 percentage points from less than 1½ points in late 1989. The widening of the differential at a time when the inflation rate in Canada was declining relative to that in the United States reflected partly the heightened uncertainty about Canada's political situation and partly the

Exchange rate



Selected bank interest rates



increased attractiveness of U.S. dollar securities in light of the international situation.

Broadly speaking, administered rates closely followed market rates for similar maturities. Chartered banks raised their prime business lending rate by $1\frac{1}{4}$ percentage points in the first half of the year in response to rising short-term interest rates; the prime rate was then lowered by 2 percentage points in the second half, reaching $12\frac{3}{4}$ per cent by year-end. Mortgage loan rates followed the same general pattern, although they rose more strongly in the early part of the year in line with developments in bond yields. Consumer loan rates, in contrast, followed a somewhat different pattern, increasing less steeply than other rates early in the year and then declining only slightly.



During the first two months of 1991, short-term interest rates fell by approximately $1\frac{1}{2}$ percentage points, leading to an additional $1\frac{1}{2}$ percentage point decline in the prime lending rate. Long-term interest rates declined by about half a point and spreads vis-à-vis corresponding U.S. rates narrowed to almost $1\frac{3}{4}$ percentage points. The Canadian dollar, for its part, strengthened slightly over this period.

Other financial developments

During 1990, the Bank of Canada continued to support the work associated with the development and implementation of changes to clearing and settlement systems in Canada. This work is directed towards reducing risk and improving efficiency and safety for all partici-

pants using or operating such systems. The issues involved are complex, but a key requirement is that participants have the incentive and capacity to identify and contain the risks they bear. Other issues relate to the distribution of risk, access to the systems, and oversight by public agencies.

The Bank is working with the Canadian Payments Association in its examination of proposals to establish a large-value transfer system. The development of such a system is expected to yield considerable benefits, such as certainty of settlement for financial institutions and same-day finality of payments for payment system users, while at the same time reducing systemic risk. These benefits will also be of importance for those mechanisms designed to handle the clearing and settlement of securities and foreign exchange transactions.

Work on the arrangements for the clearing and settlement of securities transactions has progressed in a number of areas. Risk containment and other policy issues are being addressed by the Canadian Depository for Securities (CDS) and the public authorities. To date, with the co-operation of the Bank and other financial institutions, CDS has immobilized 74 per cent of outstanding Government of Canada bonds and work is continuing on the development of a new system to handle the clearing and settlement of most debt and money market securities transactions. At the same time, substantial progress has been made by the committees set up in Canada (of which the Bank is a member) to study the feasibility of implementing the recommendations of the report of the Group of Thirty on clearing and settlement systems for securities transactions.

The report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries was published by the Bank for International Settlements in November 1990. The committee, which included the Bank of Canada, examined the policy implications of netting schemes for interbank payment orders and foreign exchange transactions. The report suggests minimum standards for the establishment and operation of such netting schemes to ensure the prudent management of credit and liquidity risks and sets out a framework for effective oversight. The usefulness of this report

transcends the international payments and foreign exchange markets since the minimum standards also provide a valuable starting point for the consideration of risk management procedures for the clearing and settlement of other financial transactions.

On the legislative side, a revised Trust and Loan Companies Act and Bank Act were introduced into Parliament in the fall of 1990. These will be followed by revised legislation covering insurance companies, co-operative credit associations, and other related statutes. These pieces of legislation comprise the main elements of the federal government's policy on the new legislative framework for federal financial institutions. As part of the restructuring of the legislation, chartered banks will no longer be required to hold statutory reserves against their deposit liabilities. This change will not alter the Bank's ability to implement monetary policy, but will require changes in the mechanics of implementing policy on a day-to-day basis. The Bank will soon publish another discussion paper addressing this issue and will continue to meet with major financial institutions to discuss with them the functioning of the new system.

Major Canadian banks continued to increase their capital levels in advance of the timetable recommended by the Basle Committee on Banking Supervision. All six major banks met the end-1990 interim standard of a 7.25 per cent ratio of capital to risk-weighted assets. In addition, they exceeded the 4 per cent ratio of Tier I capital that is required to be met by the end of 1992. Some of these banks have also already met the 1992 overall capital ratio requirement of 8 per cent.

The Basle Committee noted in its July 1988 paper on capital convergence that it would examine possible approaches for the incorporation of market risks into the risk-weighted capital framework, which to date has focussed mainly on credit risk. During the past two years, the committee has made considerable progress in developing a common approach to the measurement of these risks (foreign exchange risk, position risk in traded securities and interest rate risk). The committee is also working on proposals which would clarify the definition of capital and lead to an improvement in the quality of capital employed by international banks.

International developments

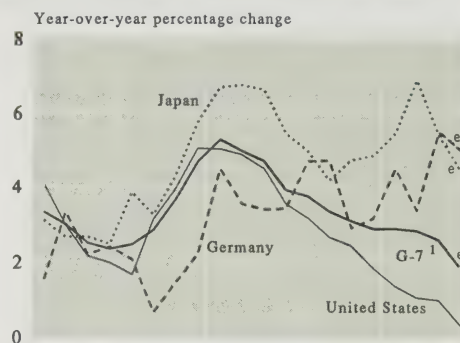
Major industrial countries

While the overall pace of aggregate economic activity in the major industrial countries continued to moderate in 1990, performance varied widely across individual economies. There was a pronounced slowing in the United States, Canada and the United Kingdom, where inflation pressures had earlier led to a relatively firm monetary policy response. Now that demand conditions in these countries have eased significantly, underlying inflation pressures appear to be abating. In Japan and Germany, in contrast, spending growth accelerated, reflecting continued strong domestic demand and, in the case of Germany, fiscal stimulus associated with unification. High rates of capacity utilization remain a source of upward pressure on prices in these two countries. In the second half of the year, consumer price inflation received an additional boost from the rise in world oil prices associated with events in the Persian Gulf. The outbreak of war in the Middle East early in 1991 has made the near-term outlook for oil prices and inflation highly uncertain for all countries.

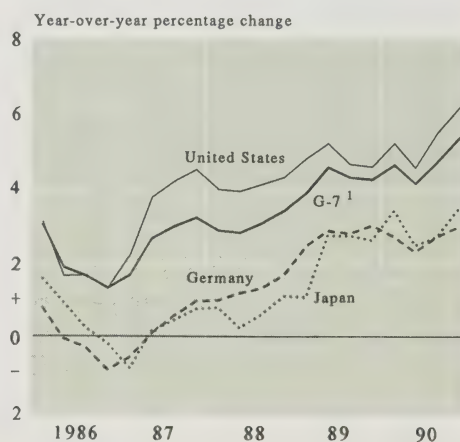
Interest and exchange rate movements during 1990 reflected the divergent patterns of spending and output growth across the major industrial countries. Short-term interest rates declined in the United States, the United Kingdom and Canada, where demand pressures were showing clear signs of moderation, but rose in Japan and Germany, where inflation pressures continued to build. This combination resulted in a decline in the relative yield on U.S. assets and a depreciation of the U.S. dollar against most other major currencies, particularly during the second half of the year.

Long-term interest rates rose sharply in most countries in the first half of 1990. An important contributing factor has been an expectation of increased world demand for capital, particularly in light of developments in eastern

Output in the seven major industrial countries ¹



Consumer prices



1. United States, Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy, Canada: calculated using 1987 GDP/GNP weights
e Estimate

Germany and in central and eastern Europe more generally, at a time when strong domestic demand growth in Japan and Germany seems likely to reduce the net supply of savings available to the rest of the world. Also, there may

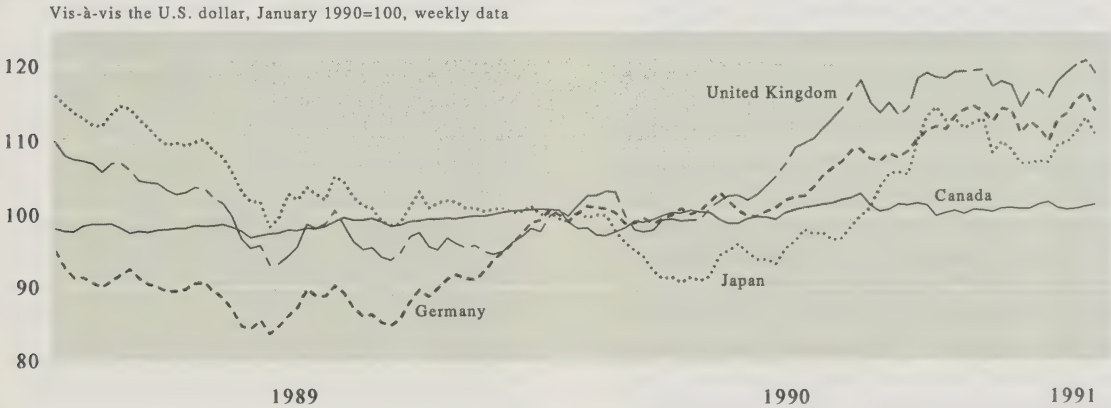
Short-term interest rates in selected major industrial countries



Long-term interest rates



Selected exchange rates

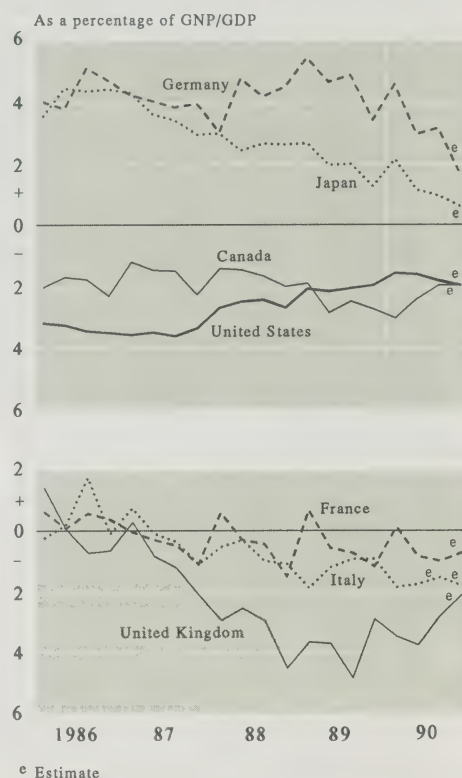


have been increased uncertainty regarding global inflation prospects. However, long-term interest rates declined in most major countries towards year-end and into early 1991, led by those in the United States. All the major industrial countries experienced sharp declines in equity prices in 1990, coupled in some cases with a weakening of real estate prices. These developments have raised concerns in some countries about the potential vulnerability of financial systems to any further slowdown in the pace of economic activity, and about their implications for the spending behaviour of households and firms.

A number of factors combined to promote the adjustment of external imbalances among the major industrial countries in 1990. Principal among these were the relative cyclical positions of the economies, with strong domestic demand growth in Japan and western Germany, coupled with more subdued domestic demand growth in the United States, the United Kingdom and Canada. Towards year-end external positions also began to be influenced by higher world oil prices, reducing the external surpluses of Japan and Germany, although at the same time adding to the deficit of the United States. The depreciation of the U.S. dollar relative to the Japanese yen and German mark during the second half of the year is expected to further boost import demand and dampen exports in Germany and Japan. An additional factor that is expected to affect the pattern of external imbalances is the unification of eastern and western Germany, which was formalized in October. It is anticipated that the resulting extra stimulus to domestic demand in Germany will bring about a further reduction in the German trade surplus, while reducing trade deficits elsewhere.

The monetary future of Europe continued to dominate discussions of European economic integration in 1990. Concrete progress was made in the direction of European monetary union, as Italy adopted a narrower fluctuation band for the lira within the Exchange Rate Mechanism (ERM) of the European Monetary System early in the year and the United Kingdom officially took sterling into the ERM in October. In December, members of the European Community began formal proceedings to determine the institutional characteristics of a future European central bank.

Current account balances



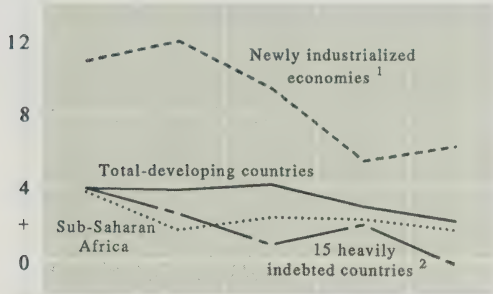
Developing countries

For developing countries as a whole, 1990 marked another difficult year. In sub-Saharan Africa output growth slowed further from the already modest pace recorded the previous year. In the 15 heavily indebted middle-income countries, the average level of output was unchanged in 1990, although this outcome was largely the result of developments in Brazil and Argentina, where restrictive measures were taken to combat hyperinflation. Despite such stabilization efforts in these and other countries, average inflation in the major debtor countries reached new highs. While higher oil prices are adding to these price pressures, oil-exporting countries such as Mexico, Venezuela and Nigeria can be expected to benefit from higher export earnings. However, the effect of higher oil prices on aggregate demand in industrial

Output and inflation in developing countries

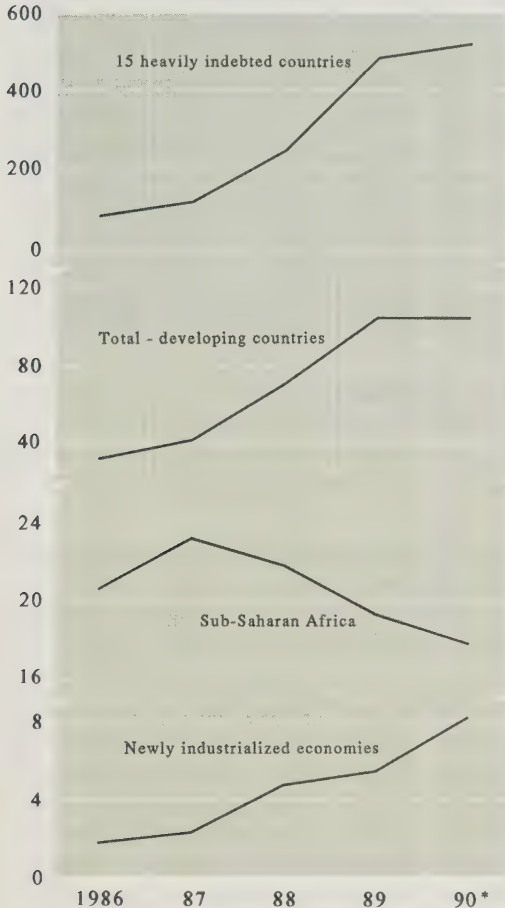
Output

Year-over-year percentage change



Inflation

Year-over-year percentage change



* Data for 1990 are estimates.

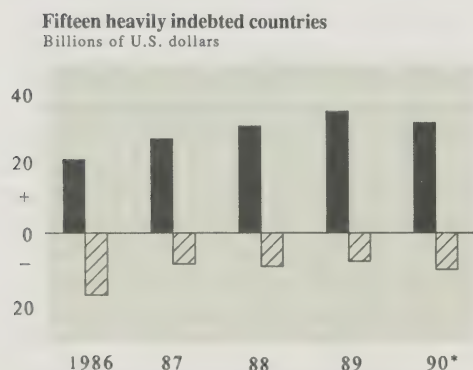
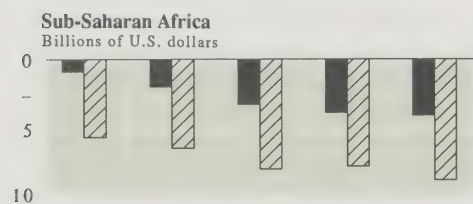
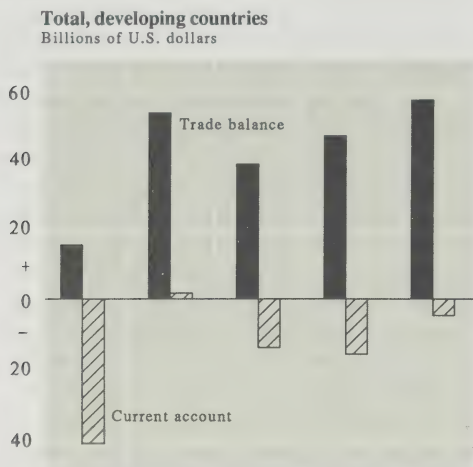
1. Hong Kong, South Korea, Singapore, Taiwan Province of China
2. Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Côte d'Ivoire, Ecuador, Mexico, Morocco, Nigeria, Peru, Philippines, Uruguay, Venezuela, Yugoslavia

countries, and therefore on developing country exports, as well as lower prices for other primary commodities, will mean a more difficult economic environment for most other developing countries.

While the overall picture has not been encouraging, there were a number of bright spots in 1990. The Asian newly industrialized economies continued to record strong economic growth, albeit at rates well below those seen in the mid-1980s and against a background of rising inflation. As well, certain highly indebted countries which have introduced and persevered with reform measures, such as Mexico, Colombia and Venezuela, managed to record moderate rates of economic growth in 1990. In Chile, where reforms had been introduced somewhat earlier, economic growth eased to a more sustainable pace, following several years of very rapid expansion. Conditions have improved sufficiently that these four countries have been able to undertake modest amounts of new borrowing in international capital markets.

The improved economic climate and declining external debt ratios observed in some of the major debtor countries can also be attributed to new initiatives advanced under the international debt strategy. Mexico, the Philippines, Costa Rica, Venezuela and Uruguay implemented debt and debt-service reduction agreements with their commercial bank creditors, in the context of adjustment programs negotiated with the International Monetary Fund (IMF) and the World Bank. Extensions to the international debt strategy during the past year can be expected to lead to additional progress in resolving the debt crisis. In particular, increasing attention is now being given to ways of providing debt relief to those debtor countries that are primarily indebted to official creditors. Special credit terms were extended by official creditors to very poor countries outside Africa for the first time in 1990, and creditors have agreed that official loans extended to lower middle-income countries may now be rescheduled over longer periods. Creditor governments have also agreed to consider schemes for public sector debt reduction involving debt-equity swaps and environmental initiatives. Other measures are under consideration.

Trade and current account balances of developing countries

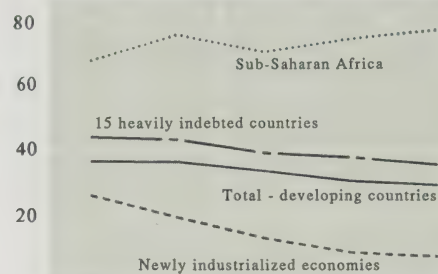


* Data for 1990 are estimates.

External debt situation in developing countries

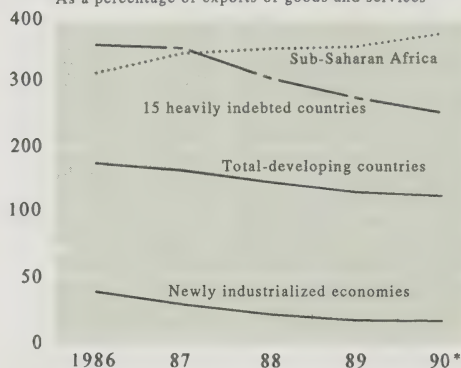
External debt ratios

As a percentage of GDP



External debt ratios

As a percentage of exports of goods and services



* Data for 1990 are estimates.

Central and eastern Europe and the Soviet Union¹

After stagnating for several years, the centrally planned economies of central and eastern Europe and the Soviet Union were thrown into turmoil during 1990, as traditional economic mechanisms faltered or ceased functioning altogether. A number of countries have embarked on ambitious programs of economic reform, amid growing acceptance of free market principles and a more open competitive system. However, the reform process has proved difficult, reflecting, among other things, a lack of

¹ Although the classification of the various countries in this region of the world is somewhat fluid, for the purposes of this report central and eastern Europe include the Czech and Slovak Federal Republic (Czechoslovakia), Hungary, Poland, Bulgaria, Romania and Yugoslavia.

consensus on how best to proceed. These economies have also been adversely affected by the breakdown of regional trading arrangements, the disruption of oil production in the Soviet Union, higher world oil prices, and restrictions on trade arising from events in the Persian Gulf. As a result, their output declined significantly in 1990.

Inflation performance varied widely across the region. Strict economic policies led to a significant deceleration of inflation in Poland and Yugoslavia during the first half of the year, although some reversal of earlier gains was evident during the second half. Relatively tight monetary policies also limited the rise in inflation associated with the removal of subsidies and higher oil prices in Hungary and Czechoslovakia. In contrast, the continued automatic accommodation of credit demands led to a further deterioration in inflation performance in the Soviet Union, Bulgaria and Romania.

The major industrial countries are providing technical assistance to these countries, both bilaterally and through multilateral efforts under the auspices of the IMF, the World Bank and the Organisation for Economic Co-operation and Development. They have also participated with other countries in establishing a new institution, the European Bank for Reconstruction and Development, whose mandate is to promote private sector development in the economies of its central and eastern European members.

International financial institutions

The continuing demands of the international debt strategy, the dramatic turn of events in central and eastern Europe and in the Soviet Union, and developments in the Persian Gulf made 1990 an active year for the IMF and the World Bank. In May, IMF members agreed to a 50 per cent overall increase in the institution's capital, with the associated increases in individual quotas now awaiting ratification in member countries. This increase will allow the IMF to continue to play a central role in international financial affairs over the coming years, including the provision of financial and technical support for economic reforms in central and eastern Europe. Czechoslovakia and Bulgaria became members of the IMF and the World Bank in 1990, joining Hungary, Poland and Romania, which were already members.

Recent developments in the Persian Gulf have also added to the balance of payments difficulties of a number of developing countries, increasing the need for co-ordinated international assistance. In addition to higher oil import costs, some countries have been affected by declines in earnings from shipping and workers' remittances, and losses of export markets associated with the United Nations' sanctions against Iraq. In response, both the IMF and the World Bank have modified existing programs to permit an increase in, and an acceleration of, conditional lending to eligible countries.

Another significant institutional development in 1990 was the ninth replenishment of the resources of the International Development Association (IDA), an affiliate of the World Bank. IDA resources are used to provide concessional financing to poor countries, with program areas targeted for action being poverty reduction, macroeconomic and structural policy reform, and the environment. In addition, members of the World Bank agreed to establish the Global Environmental Fund, which will provide grants or concessional loans to developing countries to assist them in implementing environmental protection programs.

Bridge-financing arrangements

The Bank of Canada, with the concurrence of the Minister of Finance, participated with the monetary authorities of other industrial countries in three bridge-financing arrangements during 1990. Canada's shares in the multilateral facilities extended to Venezuela, Guyana and Hungary were U.S.\$13 million, U.S.\$31.75 million and U.S.\$5 million, respectively. In all three cases the financing was related to an economic adjustment program undertaken with the assistance of the IMF and the World Bank. These facilities were repaid in full on or before their maturity dates. The arrangement for Guyana was especially significant in that it was the first example of a new, collaborative international effort to address the problem of overdue obligations to multilateral financial institutions. Canada chaired the international 'support group' which helped Guyana repay its arrears and normalize relations with these institutions. Two other bridge facilities, which were arranged in 1989 for Mexico and Poland, were also repaid in full in 1990.

BANK OF CANADA OPERATIONS

Bank of Canada monetary policy operations

In implementing monetary policy, the Bank of Canada uses a variety of techniques to affect short-term interest rates. The main technique is the day-to-day adjustment of the total supply of deposit balances that the chartered banks and other directly clearing members of the Canadian Payments Association (CPA) maintain at the Bank of Canada. The Bank makes available a level of balances each day which is intended to result in an appropriate range for overnight rates – the rates which banks pay for one-day deposits and investment dealers pay for one-day loans to help finance their inventory of money market instruments. Depending on whether the amount of balances provided exceeds or falls short of the amount desired by the banks and other institutions, the overnight rate will generally either decline or increase. Appendix table 2 shows the minimum amount of Bank of Canada deposit balances required by the banks for cash reserve purposes as well as the average actual level of such deposits for each averaging period in 1990; it also shows the clearing balances of other directly clearing institutions of the CPA.

Transactions between the Bank and money market participants may also have an influence on the overnight financing rate. The most common of these is the Purchase and Resale Agreement (PRA). These transactions are undertaken at the initiative of certain designated investment dealers and involve purchases by the Bank of treasury bills or short-term government bonds that the dealer agrees to buy back, usually the next day, at a pre-arranged price. These designated investment dealers (investment dealer jobbers) are entitled to initiate PRA transactions up to a predetermined amount at Bank Rate. The amount available under PRA is not large compared to total daily financing needs and may be viewed as a line of last resort to be used when regular financing becomes unduly expensive.

The Bank may also take direct action to ease the cost of overnight financing by initiating PRA in an amount and at a rate of its choosing. In this case, the arrangement is called 'Special' PRA (SPRA) and the amounts involved often exceed the amount available under PRA arrangements. The group eligible to enter into SPRA arrangements comprises the investment dealer jobbers plus designated chartered banks (bank jobbers). The other technique that the Bank uses to affect the overnight rate involves a Sale and Repurchase Agreement (SRA). This is the opposite of SPRA in that it provides the Bank with a method of countering inappropriate downward pressure on the overnight rate. The Bank offers to sell Government of Canada securities to chartered banks at a rate of its choosing and agrees to buy them back the following day.

These actions to influence the overnight rate have a pervasive influence on the whole spectrum of short-term interest rates. However, the Bank may also engage in transactions to affect short-term interest rates more directly by engaging in purchases or sales of treasury bills, typically with a term to maturity of about 3 months, with money market participants. The 3-month treasury bill rate has special significance because it serves as the basis for the weekly setting of Bank Rate.

During 1990, the Bank actively used all of these various techniques. On balance, the daily setting of deposit balances maintained upward pressure on money market rates through the spring and net sales of treasury bills and SRA were undertaken to reinforce the rise. Since the late spring, Bank of Canada money market operations have been directed at encouraging an orderly reduction in short-term interest rates. At times, market participants developed expectations of an unduly rapid decline in rates and the Bank acted vigorously to temper the pace. Almost without exception in the second half of

the year, the overnight financing rate was maintained well above the 3-month treasury bill rate and the Bank frequently engaged in sales of bills in the market. As a result of the high overnight financing costs, investment dealer jobbers made extensive use of PRA. On occasion during this period the overnight rate rose to levels higher than intended and the Bank used SPRA to moderate the rise.

For the year as a whole, net sales of treasury bills to investment dealers and banks amounted to approximately \$12 billion (Appendix table 3). Jobbers made use of PRA on more than 140 occasions and SPRA was extended 48 times; SRA was offered on 22 occasions and transacted on 15 (Appendix table 4).

The Bank also undertakes securities transactions for reasons other than interest rate objectives. The Bank will buy or sell Government of Canada securities, primarily treasury bills, for its own balance sheet requirements and on behalf of clients (central banks, Government of Canada accounts and international agencies). The Bank made net purchases of approximately

\$20.5 billion of treasury bills at tender in 1990 but sold over \$8.5 billion to government and client accounts. Together with the sales in the market to investment dealers and banks, the Bank's holdings of bills declined by \$550 million during the year (Appendix table 3). Activity in bonds was extremely light, with the Bank typically acquiring amounts of new issues that were smaller than its maturing holdings. There were very few bond transactions for clients or with investment dealers and banks during the year.

Other operations with money market participants that affect the Bank's balance sheet relate to advances to directly clearing members of the CPA. These institutions will, on occasion, experience shortfalls in their balances at the Bank of Canada and in those cases the Bank extends an overnight loan to the institution. Appendix table 4 shows the average amounts of such advances outstanding during 1990, including \$29.6 million of extraordinary advances first made in 1985 to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank and which are still outstanding.

Management of government debt and cash balances

In its role as fiscal agent for the Government of Canada, the Bank of Canada acts as adviser and administrator for debt and cash management operations. In 1990, the government's domestic debt outstanding increased by \$22.4 billion as shown in Table 1 below. Treasury bill financing was relied on to a much lesser extent in 1990, reversing the trend of the previous two years, while the issue of marketable bonds increased markedly. Canada Savings Bonds (CSBs) outstanding declined significantly for the second year in a row.

The domestic marketable bond program included 28 issues (Appendix table 5); approximately 66 per cent of the dollar value of the new issues was sold by auction, with the remainder sold on a fixed-price basis through a syndicate of investment dealers and banks. The maturities

of the new bonds were spread rather evenly over the short, medium and long term and a maturity of 30 years was introduced for the first time. The average term of the new issues was 9 years, 10 months versus 9 years, 2 months in 1989 and the average term of the stock of outstanding bonds increased marginally from 7 years, 8 months to 7 years, 10 months. The average term of the marketable portion of the domestic debt, consisting of bonds and treasury bills, increased slightly from 4 years to 4 years, 1 month. As shown in Table 2, the proportion of the domestic debt outstanding in the form of marketable bonds increased to 44.9 per cent.

For the second year in a row, there was a sharp decline in the amount of CSBs outstanding, from \$42.5 billion to \$34.4 billion at year-end. At the peak in 1987, there were approximately

Table 1

Changes in Canadian dollar Government of Canada securities outstanding, 1986-90

Billions of dollars (par value)

	1986	1987	1988	1989	1990
Treasury bills	+ 10.3	+ 4.5	+ 20.9	+ 25.5	+ 14.9
Marketable bonds.....	+ 11.3	+ 11.2	+ 11.0	+ 9.9	+ 15.6
Canada Savings Bonds	- 4.3	+ 8.6	- 0.5	- 10.8	- 8.1
Total	<u>+ 17.3</u>	<u>+ 24.3</u>	<u>+ 31.4</u>	<u>+ 24.6</u>	<u>+ 22.4</u>

Table 2

Proportion of debt

	1986	1987	1988	1989	1990
Treasury bills	33.9%	32.3%	36.4%	42.2%	43.9%
Marketable bonds.....	44.1%	44.3%	43.2%	42.9%	44.9%
Canada Savings Bonds	22.0%	23.4%	20.4%	14.9%	11.2%
Total	<u>100.0%</u>	<u>100.0%</u>	<u>100.0%</u>	<u>100.0%</u>	<u>100.0%</u>

\$54 billion of CSBs outstanding. As in 1989, the reduction was primarily attributable to large net redemptions in the first half of the year together with modest sales in the fall campaign period. Between October 1989, when the 1989 issue was marketed with a yield of 10½ per cent, and May 1990, short-term interest rates increased by about 150 basis points. Between the end of November and the first few days of May, redemptions totalled approximately \$6 billion. On 15 May, the Minister of Finance announced an increase of 1 percentage point, to 11½ per cent, in the CSB rate for the 5-month period beginning 1 June. By the fall, short-term interest rates had declined considerably from the peak of late May, and the yield on the 1990 issue of CSBs, which was announced on 12 October, was set at 10¾ per cent for the first year. Gross sales of the new issue amounted to \$6.7 billion, compared to \$9.3 billion in the previous year, and were the lowest since the 1980 campaign.

The amount of new money raised through the treasury bill program was approximately \$10.6 billion less than in the previous year. There were two main reasons for this decline. The bill is the usual means of financing the acquisition of foreign exchange and unusually high redemptions of CSBs, and both of these requirements were lower in 1990 than in 1989. In addition, a conscious effort was made to increase the proportion of the debt in marketable bonds in order to reduce somewhat the year-to-year variability of debt-servicing charges. As shown in Table 2, the portion of the outstanding debt held in the form of marketable bonds increased by 2 percentage points. Treasury bills and CSBs both have interest rates that vary in the short run, and the percentage of the outstanding debt held in these two forms taken together declined by 2 percentage points.

The amount raised in 1990 through the treasury bill program varied widely, in line with the fluctuating monthly financing requirements. In January and February, borrowing requirements were relatively low and the amount of bills outstanding declined. In August, in contrast, foreign exchange purchases led to a marked increase in borrowing requirements, and the treasury bill program was used to raise almost \$6 billion on a net basis. The ability to alter the size of the weekly treasury bill program

also permitted the government to hold its deposit balances – on which it generally earns a rate lower than its cost of funds – to the minimum cushion necessary for its fluctuating needs. As well, the government made increased use of bills with terms as short as 35 days to cover temporary low points in its balances or to reduce the size of the regular weekly auctions. In all, 22 of these short-term cash management bills were issued in 1990, raising \$24.0 billion compared to \$22.5 billion in 1989 and \$13.8 billion in 1988.

Another part of the government's effort to manage its cash balances efficiently was its auction of term deposits. Balances in excess of daily requirements were auctioned for specific terms to eligible bidders, i.e., to directly clearing members of the CPA. These auctions were initiated in 1986, and during 1990 were typically held four or five times a week, ranging in size from \$200 million to \$2,000 million and in term from one to eleven days.

The auctioning of the share of the daily demand balance, introduced in 1989, resulted in a marked redistribution in 1990 of the demand balances among the direct clearers. In this arrangement direct clearers submit bids expressed in terms of an interest rate differential below the prime rate for the share of the daily demand balance that they wish to receive each day of the next reserve-averaging period. The share won by non-bank direct clearers decreased steadily during the year to fairly low levels by year-end.

Swap agreements of \$1,975 million were arranged during the year as part of the Government of Canada's domestic interest rate swap program, initiated in 1988. These transactions ranged in term from 2 years to about 5½ years. Under the swap agreements, the government receives interest payments at a fixed rate from swap counterparties, and these payments are notionally applied to the interest cost on outstanding fixed-rate Government of Canada bonds. In exchange, the government makes floating-rate payments on equivalent principal amounts to the counterparties, based on 3-month bankers' acceptance rates. If the average spread between 3-month bankers' acceptances and 3-month treasury bills continues to be about 13 basis points, as has been generally the case

over the past year, the government's effective floating-rate cost of funds on its 1990 swaps will translate to about 89 basis points below the 3-month treasury bill rate. The total amount of these swaps outstanding stood at \$4,975 million at year-end.

The government also undertook in 1990 a series of foreign currency interest rate swaps that were designed to improve the balance between the cost of outstanding foreign currency liabilities and the return on corresponding foreign currency assets held in the Exchange Fund Account (EFA). In essence, the fixed interest rate cost on certain liabilities was swapped into a floating rate. Accordingly, the running service costs for these liabilities will more closely track the investment return on EFA assets, which tend to be of short maturities. In total, fixed-rate obligations of U.S.\$675 million and yen 60 billion were swapped into floating rates (based on the London Inter-bank Offered Rate for U.S. dollars and yen) with a group of Canadian and foreign bank counterparties.

In April 1990, the Government of Canada placed a special issue of \$8.4 million compound interest bonds with the Government of Mexico. The issue, on which interest will accrue at a rate of 10.186 per cent to a redemption value of \$162.5 million at maturity on 31 December 2019, was used by Mexico as collateral against a portion of restructured loans which that country owes to international banks.

As discussed in the next section of this report, foreign exchange reserves continued at high levels in 1990, enabling the government to retire the equivalent of U.S.\$794 million of its

foreign currency debt in 1990. No new foreign currency issues were undertaken. Government of Canada issues totalling U.S.\$649 million were redeemed at maturity including U.S. dollar and Swiss franc issues as well as a small Canadair Limited obligation (government guaranteed). In addition, U.S.\$145 million of outstanding Government of Canada foreign issues, repurchased in 1989 and early 1990 in the open market as part of a buyback program, were cancelled in early 1990.

The high level of foreign exchange reserves also meant that the Canada Bills program was not aggressively used in 1990. Canada Bills are short-term U.S. dollar notes issued in the U.S. money market and give Canada access to a relatively low-cost source of U.S. dollars. Although dollars were not needed from this source for foreign exchange intervention purposes in 1990, the amounts outstanding were maintained at a level intended to ensure future access to this source of funds. Month-end balances ranged from a high of U.S.\$1,236 million in March to a low of U.S.\$735 million in September.

The Government of Canada's U.S. dollar standby credit facilities, which provide quick access to U.S. dollar short-term credit from banks, have not been used since 1986. In late 1989, the maximum size of these facilities was reduced to U.S.\$1 billion with Canadian banks and U.S.\$2 billion with other banks; in early 1990, a renegotiation of the terms of both facilities lowered the commitment fees and extended the maturity dates to 1995.

Foreign exchange operations

At the end of 1990, the foreign exchange value of the Canadian dollar was little changed from its 1989 close. It was down by 0.13 per cent against the U.S. dollar, to U.S.\$.8621, and was lower by 2.03 per cent on a trade-weighted basis against the G-10 currencies, owing to a depreciation against the major overseas currencies of 10.5 per cent. While the net change over the year in the bilateral rate against the U.S. dollar was small, the Canadian dollar varied considerably in value, ranging from a low of U.S.\$.8275 in February to a high of U.S.\$.8859 in August.

After strengthening steadily through the second half of 1989, the dollar declined sharply at the beginning of the year, fuelled by expectations of a significant narrowing in short-term interest rate differentials with the United States and other overseas countries. This was followed by six months of steady appreciation, interrupted by a period of weakness in May associated with uncertainty about the outcome of discussions of the Meech Lake Accord. Tensions surrounding the Iraqi invasion of Kuwait and the resulting rapid increase in the price of oil brought the dollar to a 12-year high on 23 August, but this level was not sustained as interest rates in Canada continued to decline through the third quarter and spreads with the United States narrowed. During the last quarter of the year the dollar traded within a relatively narrow range. Interest rate declines in Canada were more or less matched by those in the United States, while continuing tensions in the Gulf, foreign borrowing activity by Canadians, and Canadian dollar-denominated borrowing by others led to a strong demand for Canadian dollars from abroad.

The Bank of Canada, as agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance, intervenes in the foreign exchange market to help maintain orderly conditions. Generally these operations involve the purchase or

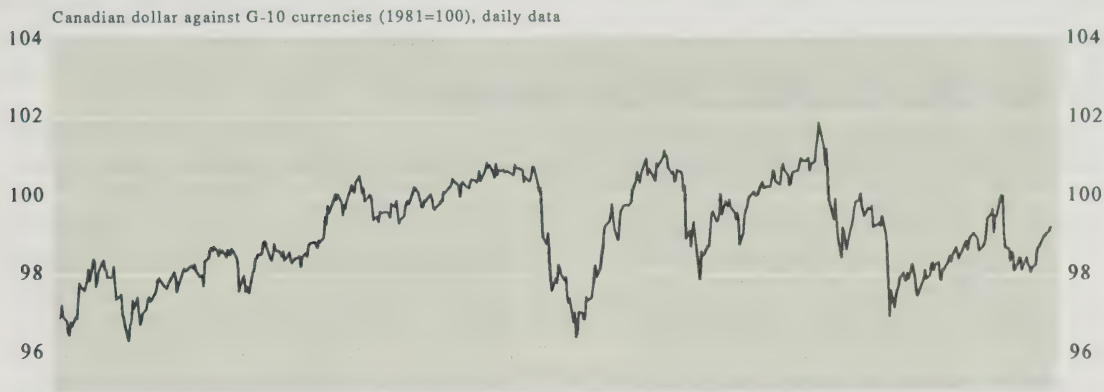
sale of U.S. dollars and directly affect the U.S. dollar holdings of the Exchange Fund Account. On occasion, however, the Bank also intervenes in other currencies, notably Japanese yen and German marks. Such intervention may involve Canadian dollars when market conditions are not appropriate for U.S. dollar transactions, or U.S. dollars, in the case of concerted intervention with other G-7 central banks.

Overall, Canada's holdings of official international reserves increased by the equivalent of U.S.\$1,785 million to U.S.\$18,581 million in 1990. The U.S. dollar portion of reserves declined by U.S.\$13 million to a level of U.S.\$11,476 million, but varied from a month-end low of U.S.\$7,464 million in May to a month-end high of U.S.\$11,602 million in August 1990, reflecting the pattern of exchange rate movements through the year.

Holdings of other foreign currencies, in contrast, increased by U.S.\$1,665 million, due in large part to non-U.S. dollar intervention against the Canadian dollar. Net proceeds from gold sales, interest income on assets, the revaluation of non-U.S. dollar holdings and a net increase in Canada Bills outstanding also added to reserves, but were partially offset by repayment of Government of Canada foreign currency-denominated debt.

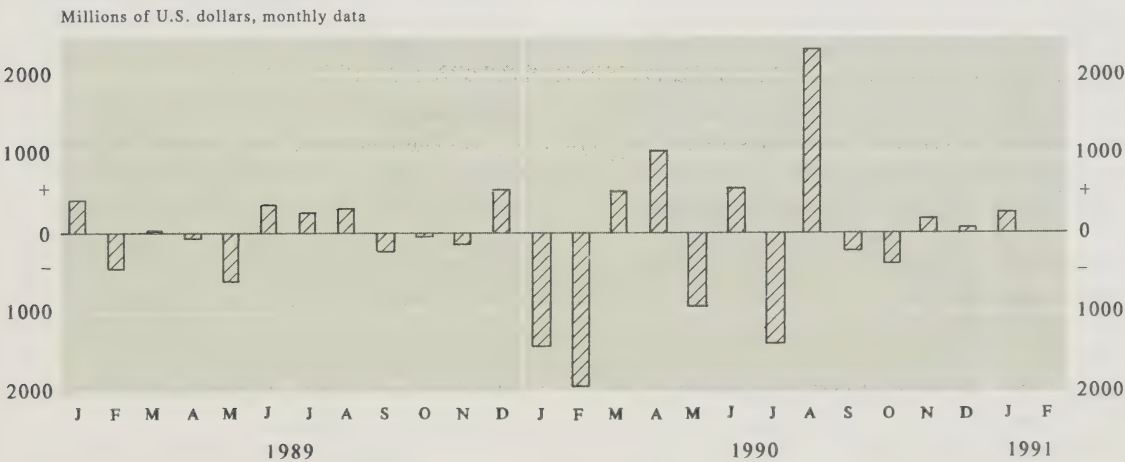
Early in 1991, the Canadian dollar remained relatively steady around U.S.\$.8650, although it rose briefly to a high of U.S.\$.8724 just before the outbreak of war in the Middle East. Through February, the dollar was supported by a resurgence in both Canadian dollar-denominated borrowings overseas and the conversion into Canadian dollars of foreign currency borrowings by Canadians. Against this background, Canada's holdings of official international reserves were little changed in January 1991, rising by U.S.\$294 million to U.S.\$18,875 million.

Exchange rates



Last date plotted 22 February 1991

Net changes in official reserves



Last month plotted January 1991

Note issue, debt service and banking operations

The Bank of Canada is responsible for the issue of bank notes and for the administration of the Government of Canada's domestic debt. Some three-quarters of the Bank's total expenses, shown in the Statement of revenue and expense later in this report, reflect these responsibilities, which entail processing of large volumes of material and data and the purchase of new bank notes from two security printing companies. About one-half of the Bank's staff is directly involved in these functions.

The Bank also provides banking services to the government and operates deposit accounts for members of the Canadian Payments Association, foreign central banks and official international financial institutions. As well, the Bank is custodian of unclaimed chartered bank balances, which are transferred to the Bank after being inactive for 10 years.

Note issue

Notes are issued by the Bank to meet the public's demand for additional notes and to replace worn notes taken out of circulation. Besides issuing new notes, the Bank reissues those used notes still fit for circulation that have been returned by financial institutions which find themselves with an excess supply. At the end of 1990, the value of notes in circulation amounted to \$23 billion, over 90 per cent of the Bank of Canada's total liabilities, shown in the Statement of assets and liabilities.

The volume of notes processed by the Bank was little changed in 1990 for the second year in a row. The number of notes issued to financial institutions resumed its upward trend, which had been interrupted in 1989 by the cessation of issue of the \$1 note at midyear. However, the number of used notes returned to the Bank by financial institutions declined in 1990 as a result of fewer \$1 notes being returned for destruction.

The Bank began to issue a new \$100

bank note on 3 December 1990, the fifth denomination in the new series. By the end of the year, about 1.7 million of these \$100 notes were in circulation. Like the \$50 note introduced in 1989, the new \$100 note incorporates an optical security device (OSD) to deter counterfeiting. The OSD – a small square of ultrathin reflective film on the face of the note which changes colour from gold to green when tilted under light – is unique to Bank of Canada notes.

Since early 1990, a hand-held electronic device that can read aloud the denomination of each note in the new series has been made available to blind persons. By the end of the year, some 1,800 of these readers had been distributed, free of charge, on permanent loan from the Canadian National Institute for the Blind.

On 5 December 1990, the Bank began to sell uncut sheets of 40 two-dollar notes over the counter, for \$90 plus applicable taxes. The sheets can also be ordered by mail for delivery within Canada at an additional security registered mail postage charge of \$8.25 per sheet. Almost 4,800 sheets had been sold by year-end.

Debt service

The volume of work involved in administering the government's debt decreased substantially in 1990. This mainly reflected a further reduction in processing related to Canada Savings Bonds (CSBs), resulting from declines in sales of CSBs, as well as a decrease in the number of CSB certificates redeemed during 1990 from the record level of redemptions in the previous year. CSBs account for about 80 per cent of the total volume of items handled.

Work related to marketable government bonds also decreased in 1990, mainly as a result of the inclusion of these bonds in the computerized clearing and settlement systems of the Canadian Depository for Securities. This initiative resulted in a reduction in the number of cer-

tificates processed in connection with transfers and exchanges of outstanding issues as well as a consolidation of the number of interest payments.

Unclaimed bank balances

In 1990, as in the previous year, the Bank of Canada responded to approximately 10,300 enquiries concerning unclaimed bank balances. The number of enquiries has more than

tripled since 1983 when copies of the central records of all balances held at the Bank were placed in each agency, where they can be reviewed free of charge. In 1990, the Bank made payments of \$1.6 million in respect of 3,075 accounts, an increase of 20 per cent from the previous year. At the end of 1990, the Bank held \$111.5 million of unclaimed balances, which form part of 'Other deposits' in the Statement of assets and liabilities.

APPENDIX TABLES

Bank of Canada assets and liabilities

Monthly changes, millions of dollars¹

	Assets				Liabilities				
	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Advances to CPA members	All other assets (net)	Notes in circulation	Canadian dollar deposit liabilities			
						Chartered banks	Other CPA members	Government of Canada	Other
1990									
January	+ 424	- 2,375	+ 243	- 198	- 2,470	+ 567	- 47	- 10	+ 53
February	+ 140	+ 4	- 450	- 211	+ 6	- 573	+ 2	+ 4	+ 44
March	+ 197	+ 318	+ 50	- 196	- 224	+ 456	- 22	- 3	+ 161
April	+ 209	- 573	+ 210	+ 179	+ 431	- 163	- 13	+ 5	- 236
May	- 121	+ 565	+ 82	- 6	+ 424	+ 29	+ 12	- 6	+ 62
June	- 198	+ 827	- 171	- 5	+ 732	- 212	- 59	+ 2	- 10
July	+ 220	- 252	+ 364	+ 25	- 46	+ 367	- 12	+ 4	+ 45
August	+ 593	- 1,041	- 336	+ 15	+ 32	- 857	+ 63	- 3	- 3
September	+ 850	- 243	- 71	- 13	- 472	+ 189	- 54	+ 809	+ 49
October	- 931	+ 222	- 90	+ 19	+ 112	+ 149	- 56	- 810	- 175
November	- 1,972	+ 1,685	+ 144	+ 106	+ 163	- 380	+ 61	+ 2	+ 118
December	- 238	+ 1,957	+ 185	+ 309	+ 2,189	+ 100	+ 29	- 4	- 101
Annual change	<u>- 827</u>	<u>+ 1,094</u>	<u>+ 160</u>	<u>+ 24</u>	<u>+ 877</u>	<u>- 328</u>	<u>- 96</u>	<u>- 10</u>	<u>+ 8</u>
1991									
January	+ 28	- 1,359	- 141	- 172	- 2,542	+ 882	- 57	+ 6	+ 67

1. Components may not add to totals because of rounding

Chartered bank cash reserves and clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Association

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Chartered bank cash reserves			
		Total minimum cash requirements	Average holdings of statutory coin and Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits
1990					
January	1-15	5,451	3,752	1,699	1,753
	16-31				1,732
February	1-15	5,611	4,462	1,149	1,214
	16-28				1,422
March	1-15	5,390	3,603	1,787	1,804
	16-31				1,955
April	1-15	5,295	3,557	1,738	1,825
	16-30				1,849
May	1-15	5,213	3,574	1,639	1,658
	16-31				1,664
June	1-15	5,380	3,679	1,701	1,733
	16-30				1,788
July	1-15	5,330	3,851	1,479	1,541
	16-31				1,520
August	1-15	5,350	3,959	1,391	1,436
	16-31				1,435
September	1-15	5,302	4,006	1,296	1,349
	16-30				1,421
October	1-15	5,345	4,066	1,279	1,383
	16-31				1,411
November	1-15	5,340	4,032	1,308	1,338
	16-30				1,366
December	1-15	5,391	3,952	1,439	1,542
	16-31				1,490
1991					
January	1-15	5,356	4,103	1,254	1,331
	16-31				1,274
February	1-15	5,546	4,695	851	943

Sum of reservable day weights in period	Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Association	
			Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of clearing days in month
14	757	.039		
16	529	.024	93	22
15	981	.047		
13	3,549	.195	101	20
15	254	.013		
17	2,843	.123	79	22
14	1,218	.065		
15	1,667	.083	89	20
15	292	.015		
16	409	.019	95	22
17	546	.024		
15	1,311	.065	88	21
13	811	.046		
16	667	.031	83	21
15	677	.033		
19	834	.032	72	23
13	698	.040		
14	1,758	.093	64	19
15	1,561	.076		
16	2,123	.097	82	22
15	457	.022		
17	986	.043	76	21
14	1,443	.075		
16	814	.037	86	19
14	1,088	.056		
16	334	.015	67	22
17	1,555	.064		

Bank of Canada net transactions in Government of Canada securities

Delivered basis, par value in millions of dollars

	Net purchases from (+) or net sales to (–) investment dealers and banks				
	Outright transactions		Transactions under ¹		
	Treasury bills	Bonds	PRA	SPRA	SRA
1990					
January	– 1,070.0	–	+ 368.0	–	–
February	– 1,180.0	–	– 154.6	+ 70.0	–
March	– 920.0	–	– 213.4	+ 20.0	–
April	– 630.0	–	–	– 90.0	–
May	–	–	–	–	–
June	– 365.0	–	+ 174.1	–	–
July	– 880.0	–	+ 240.9	–	–
August	– 1,655.0	–	– 205.0	–	–
September	– 810.0	–	– 21.2	+ 830.0	–
October	–	–	– 173.8	– 525.0	– 285.0
November	– 2,340.0	–	– 15.0	– 305.0	+ 285.0
December	<u>– 2,067.0</u>	<u>–</u>	<u>–</u>	<u>–</u>	<u>– 610.0</u>
Total	<u><u>– 11,917.0</u></u>	<u><u>–</u></u>	<u><u>–</u></u>	<u><u>–</u></u>	<u><u>– 610.0</u></u>
1991					
January	– 4,217.0	–	+ 475.0	–	+ 610.0

1. PRA denotes Purchase and Resale Agreements; SPRA denotes 'Special' Purchase and Resale Agreements; SRA denotes Sale and Repurchase Agreements

2. Including PRA, SPRA and SRA transactions

Net transactions with government and other client accounts				Net change in holdings of Government of Canada securities ²		
Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (-) government accounts and client accounts		Bills	Bonds	Total
Bills	Bonds	Bills	Bonds			
+ 2,002.1	+ 10.0	- 896.0	-	+ 404.1	+ 10.0	+ 414.1
+ 1,977.2	- 136.7	- 415.8	+ 0.3	+ 296.8	- 136.4	+ 160.4
+ 1,849.6	+ 41.0	- 554.1	-	+ 182.1	+ 41.0	+ 223.1
+ 1,333.7	-	- 431.8	-	+ 181.9	-	+ 181.9
+ 683.0	- 243.1	- 584.0	-	+ 99.0	- 243.1	- 144.1
+ 867.0	- 26.5	- 797.2	-	- 121.1	- 26.5	- 147.6
+ 1,482.7	- 31.4	- 580.1	-	+ 263.5	- 31.4	+ 232.1
+ 3,429.7	+ 24.8	- 967.7	-	+ 602.0	+ 24.8	+ 626.8
+ 1,247.3	- 46.1	- 329.4	-	+ 916.7	- 46.1	+ 870.6
+ 708.8	+ 82.6	- 827.5	-	- 1,102.5	+ 82.6	- 1,019.9
+ 1,780.3	-	- 1,394.8	-	- 1,989.5	-	- 1,989.5
+ 3,176.1	+ 62.1	- 782.4	+ 1.1	- 283.3	+ 63.2	- 220.1
+ 20,537.5	- 263.3	- 8,560.8	+ 1.4	- 550.3	- 261.9	- 812.2
+ 3,721.2	-	- 564.5	+ 0.5	+ 24.7	+ 0.5	+ 25.2

Bank of Canada advances to members of the Canadian Payments Association; PRA and SRA outstanding

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Advances to chartered banks		Advances to directly clearing non-bank members of the CPA	
		Number of days outstanding	Average amount outstanding ¹	Number of days outstanding	Average amount outstanding ²
1990					
January	1-15	10	126.2	15	25.4
	16-31	12	128.6		
February	1-15	11	180.4	11	17.9
	16-28	9	104.3		
March	1-15	11	74.0	13	16.7
	16-31	11	74.6		
April	1-15	9	67.9	12	20.7
	16-30	11	65.7		
May	1-15	11	85.8	16	22.0
	16-31	11	81.3		
June	1-15	11	67.6	15	16.1
	16-30	10	60.0		
July	1-15	9	74.8	13	11.7
	16-31	12	92.3		
August	1-15	11	56.2	16	12.1
	16-31	12	70.5		
September	1-15	9	81.1	16	23.3
	16-30	10	61.0		
October	1-15	10	71.7	15	15.7
	16-31	12	62.7		
November	1-15	10	131.0	18	10.9
	16-30	11	64.3		
December	1-15	10	68.1	15	28.1
	16-31	9	107.2		
1991					
January	1-15	10	142.7	18	13.9
	16-31	12	79.6		
February	1-15	11	145.4		

1. Average based on the number of reservable days in the averaging period

2. Average based on the number of clearing days in the month

Purchase and Resale Agreements				Sale and Repurchase Agreements	
Regular PRA		Special PRA			
Number of days outstanding	Average amount outstanding ¹	Number of days outstanding	Average amount outstanding ¹	Number of days outstanding	Average amount outstanding ¹
4	97.5	1	17.5	—	—
12	369.6	2	94.2	—	—
3	20.3	1	93.2	4	56.4
5	175.5	2	49.4	—	—
—	—	1	18.6	3	143.2
3	29.5	2	35.2	1	5.5
2	22.5	3	70.0	—	—
1	7.7	6	174.3	—	—
4	57.5	2	62.7	—	—
2	32.8	1	14.5	1	22.7
6	46.2	—	—	—	—
1	17.4	—	—	1	20.0
8	210.3	3	125.0	—	—
8	182.0	1	30.4	1	16.5
11	394.8	—	—	—	—
12	282.9	—	—	—	—
9	365.9	—	—	—	—
10	351.6	2	115.0	—	—
9	270.9	6	306.4	—	—
7	66.3	6	347.5	2	61.3
6	176.5	5	265.5	—	—
8	254.6	1	64.5	—	—
7	235.8	3	116.5	—	—
4	154.9	—	—	2	106.7
9	363.4	—	—	—	—
10	303.6	1	37.9	—	—
11	350.0	4	180.9	—	—

Government of Canada marketable securities: New issues and retirements

Date in 1990	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity %	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars					
4 Jan.	9¾% 1 October 1997	7 yrs. 8 mos. 28 days	9.74	650	
25 Jan.	10¼% 1 April 1993	3 yrs. 2 mos. 7 days	10.34	850	
1 Feb.	12% 1 February 1990				400
	13¼% 1 February 1990				593
	10¼% 1 April 1993	3 yrs. 2 mos.	9.92	75	
	10% 1 March 1995	5 yrs. 1 mo.	9.80	150	
	9¾% 1 May 2000	10 yrs. 3 mos.	9.78	825	
	9½% 1 June 2010	20 yrs. 4 mos.	9.64	450	
				1,500	
15 Feb.	9¾% 1 May 2000	10 yrs. 2 mos. 14 days	10.09	750	
26 Feb.	10% 26 February 1990				500
	10% 1 March 1995	5 yrs. 3 days	10.50	800	
6 Mar.	8¾% 6 March 1990				550
	11½% 6 March 1992	2 yrs.	11.70	1,000	
15 Mar.	13¾% 15 March 1990				839
	10¾% 1 May 1993	3 yrs. 1 mo. 17 days	11.26	100	
	10½% 1 June 1995	5 yrs. 2 mos. 17 days	10.88	400	
	10½% 1 July 2000	10 yrs. 3 mos. 17 days	10.51	550	
	10¼% 15 March 2014	24 yrs.	10.32	450	
				1,500	
23 Mar.	10.186% 31 December 2019	29 yrs. 9 mos. 8 days	10.186	8 ¹	
29 Mar.	10½% 1 July 2000	10 yrs. 3 mos. 3 days	10.93	800	
11 Apr.	10½% 1 June 1995	5 yrs. 1 mo. 20 days	11.23	850	
25 Apr.	9½% 15 June 1994				29 ²
	10% 1 October 1995				13 ²
	9¼% 15 May 1997				24 ²
	9% 15 October 1999				15 ²
	9¾% 15 December 2000				3 ²
	9½% 1 October 2001				33 ²
	8¾% 1 February 2002				6 ²
	9½% 1 October 2003				18 ²
26 Apr.	11¾% 15 October 1993	3 yrs. 5 mos. 19 days	12.54	900	
1 May	5¼% 1 May 1990				225
	5¼% 1 May 1990				125
	13% 1 May 1990				1,784
	11¾% 15 October 1993	3 yrs. 5 mos. 14 days	12.53	150	
	11¾% 1 March 1995	4 yrs. 10 mos.	12.34	450	
	11½% 1 September 2000	10 yrs. 4 mos.	11.66	400	
	11¼% 1 June 2015	25 yrs. 1 mo.	11.43	500	
				1,500	
3 May	9½% 15 June 1994				7 ²
	10% 1 October 1995				6 ²

Date in 1990	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity %	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars					
3 May	9¼% 15 May 1997				6²
	9% 15 October 1999				4²
	9¾% 15 December 2000				3²
	9½% 1 October 2001				8²
	8¾% 1 February 2002				1²
	9½% 1 October 2003				5²
31 May	11¼% 1 June 2015	25 yrs. 1 day	10.80	650	
1 June	11¾% 1 June 1990				150
6 June	9¼% 6 June 1990				550
	12¼% 6 June 1992	2 yrs.	12.42	1,000	
21 June	10½% 1 July 2000	10 yrs. 10 days	10.79	850	
1 July	8% 1 July 1990				600
	10¼% 15 March 2014	23 yrs. 8 mos. 14 days	10.71	650	
26 July	10¾% 15 December 1995	5 yrs. 4 mos. 20 days	11.25	850	
1 Aug.	7½% 1 August 1990				500
	9% 1 August 1990				1,025
	11¾% 15 October 1993	3 yrs. 2 mos. 14 days	11.30	50	
	10¾% 15 December 1995	5 yrs. 4 mos. 14 days	11.10	250	
	10½% 1 July 2000	9 yrs. 11 mos.	10.70	700	
	10¼% 15 March 2014	23 yrs. 7 mos. 14 days	10.57	600	
				1,600	
16 Aug.	10¾% 15 March 1998	7 yrs. 6 mos. 30 days	10.76	700	
28 Aug.	10¾% 15 December 1995	5 yrs. 3 mos. 18 days	10.56	850	
1 Sept.	10¾% 1 September 1990				550
5 Sept.	10¼% 5 September 1990				650
	10¾% 5 September 1992	2 yrs.	10.87	1,200	
20 Sept.	10½% 1 March 2001	10 yrs. 5 mos. 11 days	10.73	850	
1 Oct.	10½% 1 October 1990				1,100
	12½% 1 October 1990				23
	10¼% 1 February 1994	3 yrs. 4 mos.	10.51	75	
	10¼% 1 March 1996	5 yrs. 5 mos.	10.73	225	
	10½% 1 March 2001	10 yrs. 5 mos.	10.97	800	
	11¼% 1 June 2015	24 yrs. 8 mos.	11.17	500	
				1,600	
18 Oct.	10¼% 1 February 1994	3 yrs. 3 mos. 14 days	10.93	850	
1 Nov.	11½% 1 September 2000	9 yrs. 10 mos.	11.45	800	
15 Nov.	11¼% 1 June 2015	24 yrs. 6 mos. 16 days	11.24	700	
5 Dec.	10¼% 5 December 1990				650
	10¼% 5 December 1992	2 yrs.	10.48	1,300	

(Continued)

Government of Canada marketable securities: New issues and retirements

Date in 1990	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity %	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired ⁽³⁾
Issues payable in Canadian dollars					
15 Dec.	10¼% 15 December 1990				575
	10¼% 1 February 1994	3 yrs. 1 mo. 17 days	10.39	50	
	10¼% 1 March 1996	5 yrs. 2 mos. 17 days	10.38	75	
	10½% 1 March 2001	10 yrs. 2 mos. 17 days	10.53	775	
	10½% 15 March 2021	30 yrs. 3 mos.	10.59	700	
				1,600	
	Total bonds payable in Canadian dollars			27,159	11,570
	Total treasury bills			319,000	304,150
Issues payable in foreign currencies					
22 Mar.	U.S. \$500 million 11½% notes due 22 March 1990				579
25 Apr.	U.S. \$41 million 10¼% bonds due 15 July 1995				47 ²
25 Apr.	U.S. \$40 million 8¾% bonds due 1 April 1998				46 ²
26 Apr.	U.S. \$6 million 8½% notes due 26 April 1990				7 ⁴
3 May	U.S. \$55 million 10¼% bonds due 15 July 1995				64 ²
15 May	SFr200 million 5¼% notes due 15 May 1990				156
23 May	U.S. \$10 million 10¼% bonds due 15 July 1995				12 ²
	Total notes and bonds payable in foreign currencies			—	911
	Total Canada Bills			7,616	7,263 ³

1. Issue of \$8.4 million compound interest bonds due 31 December 2019. Interest accrues at a rate of 10.186% compounded semi-annually to a total redemption value of \$162.5 million at maturity
2. Cancellation of bonds purchased in the open market
3. Foreign currency values converted to Canadian dollars at the noon rate on the retirement date
4. Bonds originally issued by Canadair Limited on 26 April 1982 and assumed by the Government of Canada on 12 February 1986
5. Canada Bills are notes denominated in U.S. dollars issued for terms not exceeding 270 days

PRESS RELEASE

Targets for reducing inflation

26 February 1991
OTTAWA

The Governor of the Bank of Canada, John W. Crow, in a joint announcement today with the Minister of Finance, set out targets for reducing inflation and reaching price stability in Canada.

These targets are designed to provide a clear indication of the downward path for inflation over the medium term. The path provides for gradual but progressive reductions of inflation until price stability is reached. The range of public policies besides monetary policy can make a significant contribution. However, since inflation cannot persist over an extended period without monetary accommodation, for price stability to be reached it is essential for monetary policy to work firmly and consistently to that end.

The specific targets for the year-over-year rate of increase in the consumer price index are as follows:

- 3 per cent by the end of 1992
- 2½ per cent by the middle of 1994
- 2 per cent by the end of 1995
- Thereafter the objective would be further reductions in inflation until price stability is achieved. A good deal of work has already been done in Canada on what stability in the broad level of prices means operationally. This work suggests a rate of increase in consumer prices that is clearly below two per cent. However, a more precise definition is not being specified now, in the event that further evidence and analysis relevant to this matter become available in the next few years. A target path after 1995 also remains to be fixed, but again pending new evidence, the aim would be to continue to make steady progress.

In view of the lags involved in the effect of policies on inflation, no explicit target has been set for inflation in 1991. However, this target path is consistent with a year-over-year increase in the CPI of about 5 per cent (less than 4 per cent excluding the impact of the GST) by the end of the year.

In the actions it takes to implement these targets, the Bank will, for practical reasons, focus on the consumer price index excluding the volatile food and energy components, as published by Statistics Canada. Even abstracting from these volatile elements, a good deal of variability remains in consumer price movements, and the targets should be regarded as the mid-points of a target band of plus or minus one percentage point. Over time, however, movements in the total CPI and the CPI excluding food and energy should be broadly similar.

The Bank will report from time to time on progress in relation to these targets, particularly in the Annual Report published each year under the Bank of Canada Act.

The Governor said that in order to keep to this course the Bank will be carefully monitoring the trend rates of expansion of money, credit and total spending to ensure they are consistent with the targets and will be adjusting its monetary policy actions accordingly. The intention in setting out explicit targets, however, is to encourage Canadians to base their economic decisions on this downward path for inflation so that the lower inflation will be more readily achieved, and this will contribute to lower interest rates.

The emphasis in these targets on reaching price stability reflects the importance for

economic performance of ensuring that the confidence of Canadians in the value of money is not subject to chronic erosion by inflation. The economy will not operate fairly or to its full potential unless Canadians can have this confidence. The achievement of price stability will

provide the sound monetary basis that is important for durable economic expansion.

The Bank will shortly make available further details on the implementation of the targets in a background technical note.

FINANCIAL STATEMENTS

AUDITORS OF THE BANK OF CANADA
VÉRIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA

COOPERS & LYBRAND

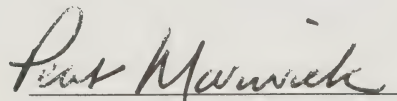
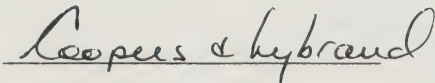
PEAT MARWICK

AUDITORS' REPORT

We have audited the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1990 and the statement of revenue and expense for the year then ended. These financial statements are the responsibility of the Bank's management. Our responsibility is to express an opinion on these financial statements based on our audit.

We conducted our audit in accordance with generally accepted auditing standards. Those standards require that we plan and perform an audit to obtain reasonable assurance whether the financial statements are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the financial statements. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall financial statement presentation.

In our opinion, these financial statements present fairly, in all material respects, the financial position of the Bank as at December 31, 1990 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies applied on a basis consistent with the preceding year.



Chartered Accountants
Ottawa, Canada
January 25, 1991

Bank of Canada**Statement of revenue and expense****Year ended 31 December 1990****(with comparative figures for 1989)**

	1990	1989
	Millions of dollars	
REVENUE		
Revenue from investments and other sources, net of interest paid on deposits of \$46.7 (\$42.8 in 1989)	<u>\$2,615.2</u>	<u>\$2,424.5</u>
EXPENSE		
Salaries ¹	\$ 78.9	\$ 72.1
Contributions to pension and insurance funds ²	10.9	9.1
Other staff expenses ³	2.8	2.3
Directors' fees	0.1	0.1
Auditors' fees and expenses	0.6	0.5
Taxes – municipal and business	10.3	9.5
Bank note costs	41.5	40.0
Data processing and computer costs	7.8	6.3
Premises maintenance – net of rental income ⁴	19.8	19.7
Printing of publications	0.8	1.0
Other printing and stationery	2.4	2.4
Postage and express	1.7	1.8
Telecommunications	2.0	1.8
Travel and staff transfers	3.4	2.7
Other expenses	<u>3.6</u>	<u>2.9</u>
	186.6	172.2
Depreciation on buildings and equipment	<u>20.1</u>	<u>13.5</u>
	206.7	185.7
NET REVENUE PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	<u>\$2,408.5</u>	<u>\$2,238.8</u>

1. Salaries include overtime and are for Bank staff other than those engaged in premises maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time and overtime work) was 2,301 in 1990 compared with 2,255 in 1989.

2. Contributions to pension and insurance funds for Bank staff other than those engaged in premises maintenance.

3. Other staff expenses include retirement allowances and educational training costs.

4. Premises maintenance comprises building and equipment maintenance expenses including related staff costs.

(See accompanying notes to the financial statements)

Bank of Canada

Statement of assets and liabilities

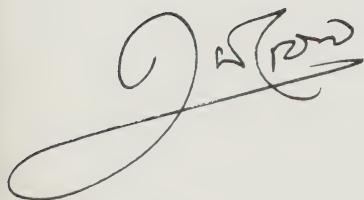
As at 31 December 1990
(with comparative figures for 1989)

ASSETS	1990	1989
	Millions of dollars	
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	\$ 343.8	\$ 352.4
Other currencies	24.0	17.5
	367.8	369.9
Advances to members of the Canadian Payments Association (notes 2 and 7)	470.7	311.6
Investments — at amortized values (note 3):		
Treasury bills of Canada	10,247.8	10,815.7
Other securities issued or guaranteed by	†	
Canada maturing within three years	3,997.2	3,424.6
Other securities issued or guaranteed by		
Canada not maturing within three years	5,753.4	6,584.8
Other investments	3,863.7	2,764.8
	23,862.1	23,589.9
Bank premises (note 4)	167.6	138.4
Accrued interest on investments	284.7	293.8
Other assets	121.6	76.0
	<u>\$25,274.5</u>	<u>\$24,779.6</u>

(See accompanying notes to the financial statements)

LIABILITIES

	1990	1989
	Millions of dollars	
Capital paid up (note 5)	\$ 5.0	\$ 5.0
Rest fund (note 6)	25.0	25.0
Notes in circulation	22,970.0	22,092.6
Deposits:		
Government of Canada	10.6	20.7
Chartered banks	1,458.3	1,786.6
Other members of the Canadian Payments Association	134.0	229.7
Other deposits	405.8	397.3
	2,008.7	2,434.3
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	210.4	209.0
Bank of Canada cheques outstanding	47.8	7.6
Other liabilities	7.6	6.1
	<u>\$25,274.5</u>	<u>\$24,779.6</u>



Governor, J. W. CROW



Chief Accountant, J.-P. AUBRY

Bank of Canada

Notes to the financial statements

31 December 1990

1. Significant accounting policies

The financial statements of the Bank conform to the disclosure and accounting requirements of the Bank of Canada Act and the Bank's by-laws. The significant accounting policies of the Bank are:

a) Revenues and expenses

Revenues and expenses are accounted for on the accrual basis except for interest on advances to a bank ordered to be wound up where interest is recorded as received.

b) Investments

Investments, consisting mainly of Government of Canada treasury bills and bonds, are recorded at cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition are included in revenue.

c) Translation of foreign currencies

Assets and liabilities in foreign currencies are translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end. Gains and losses from translation of, and transactions in, foreign currencies are included in revenue.

d) Bank premises

Bank premises, consisting of land, buildings and equipment, are recorded at cost less accumulated depreciation. Depreciation is calculated on the declining balance method using the following annual rates:

Buildings	5%
Computer equipment	35%
Other equipment	20%

A full year of depreciation is charged against assets in the year of acquisition, except for Projects in progress which are depreciated from the point of substantial completion. No depreciation is taken on assets in the year of disposal.

e) Pension plan

The Bank's contributions to the Pension Trust Fund are recorded as expenses at the time they are made. Actuarial surpluses or deficiencies, if any, are amortized over periods not exceeding those provided for by the Pension Benefits Standards Act, 1985, and the regular contributions are adjusted accordingly.

f) Insurance

The Bank does not insure against direct risks of loss to the Bank, except for potential liabilities to third parties and where there are legal or contractual obligations to carry insurance. Any costs arising from these risks are recorded in the accounts at the time they can be reasonably estimated.

2. Advances to members of the Canadian Payments Association

Advances include a total of \$29.6 million (\$46.4 million in 1989) provided to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank for which winding-up orders have been issued by the courts. On the basis of the available information, it is the opinion of the Bank of Canada that this amount will be fully repaid from the proceeds of the liquidations.

3. Investments

Investments may include securities of the Government of Canada held under Purchase and Resale Agreements (PRA). As at 31 December 1990 and 1989 there were no securities held under PRA. Investments exclude \$607.9 million of securities of the Government of Canada which were sold subject to a repurchase agreement for 2 January 1991 (nil in 1989).

4. Bank premises

	1990		1989	
	Millions of dollars			
	Cost	Accumulated depreciation	Net	Net
Land and buildings	\$173.8	\$ 74.3	\$ 99.5	\$102.7
Computer equipment	40.6	25.5	15.1	5.4
Other equipment	62.9	38.2	24.7	24.3
	<u>277.3</u>	<u>138.0</u>	<u>139.3</u>	<u>132.4</u>
Projects in progress	28.3	—	28.3	6.0
	<u>\$305.6</u>	<u>\$138.0</u>	<u>\$167.6</u>	<u>\$138.4</u>

5. Capital

The authorized capital of the Bank is \$5.0 million divided into 100,000 shares of the par value of \$50 each. The shares are fully paid and in accordance with the Bank of Canada Act have been issued to the Minister of Finance, who is holding them on behalf of Canada.

6. Rest fund

The rest fund was established by the Bank of Canada Act and represents the general reserve of the Bank. In accordance with the Act, the rest fund was accumulated out of net revenue until it reached the stipulated maximum amount of \$25.0 million in 1955. Subsequently, all net revenues have been paid to the Receiver General for Canada.

7. Legal matters

The Bank of Canada's security for advances to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank includes the loan portfolios of those institutions. In the case of the Canadian Commercial Bank, two issues are being considered by the courts. On 30 March 1990, the Court of Queen's Bench in Alberta ruled that the interest received from the portfolio does not form part of the security, and this issue is now before the Alberta Court of Appeal. There have also been submissions presented to the court challenging the liquidator's conclusion that loans made in California form part of the Bank's security. In the event that there were a final legal determination that all of the interest or all of the California loan portfolio is not included in the security, it could result in some adjustment to amounts which have been recorded in income. The information available at the present time is not sufficient to estimate the potential magnitude of such an adjustment.

8. Commitments

As at 31 December 1990, outstanding commitments under contracts for new buildings and equipment totalled \$62 million. These contracts call for payments over the next four years and pertain to the Bank's responsibility for the issuance of bank notes.

BOARD OF DIRECTORS

John W. Crow	Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
Gordon G. Thiessen	Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
Jalynn H. Bennett	TORONTO, ONTARIO
William A. Graham	LONDON, ONTARIO
Brian R. Heidecker	CORONATION, ALBERTA <i>Member of the Executive Committee</i>
Frederick E. Hyndman	CHARLOTTETOWN, PRINCE EDWARD ISLAND <i>Member of the Executive Committee</i>
Harold W. Lane, Q.C.	SASKATOON, SASKATCHEWAN
Leslie M. Little, Q.C.	VANCOUVER, BRITISH COLUMBIA <i>Member of the Executive Committee</i>
James A. MacMurray	SAINT JOHN, NEW BRUNSWICK
Nancy Orr-Gaucher	WESTMOUNT, QUEBEC
Susan H. Patten	ST. JOHN'S, NEWFOUNDLAND
Ernest G. Penner	STEINBACH, MANITOBA
Guylaine Saucier, O.C.	MONTREAL, QUEBEC <i>Member of the Executive Committee</i>
Ex officio	
Frederick W. Gorbet	Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>

SENIOR OFFICERS

John W. Crow, *Governor*
Gordon G. Thiessen, *Senior Deputy Governor*
J. N. Ross Wilson, *Deputy Governor*
Charles Freedman, *Deputy Governor*
W. Albert McKay, *Director of Administration*
Frank Faure, *Adviser*
Alvin C. Lamb, *Adviser*
Louise Vaillancourt-Châtillon, *Adviser and Secretary*
William E. Alexander, *Adviser*
Bernard Bonin, *Deputy Governor*
William R. White, *Deputy Governor*
Serge Vachon, *Adviser*¹
Tim E. Noël, *Adviser*
W. Paul Jenkins, *Adviser*
John E. H. Conder, *Adviser*
†see below

Associate Advisers

Jacques Clément, *Chief, Securities, Montreal Div.*
Donald R. Stephenson

Securities Department

Vaughn O'Regan, *Chief*
L. Theodore Requard, *Deputy Chief*
Ian D. Clunie, *Chief, Market Analysis and Open Market Operations*
James F. Dingle, *Securities Adviser*²
Patrick E. Demerse, *Securities Adviser*
Kevin J. Clinton, *Securities Adviser*
Stephen L. Harris, *Securities Adviser*
Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

Research Department

David E. Rose, *Chief*
John G. Selody, *Deputy Chief*
Paul R. Fenton, *Research Adviser*

Department of Monetary and Financial Analysis

Pierre Duguay, *Chief*
R. Bruce Montador, *Deputy Chief*
David J. Longworth, *Research Adviser*
Clyde A. Goodlet, *Research Adviser*

International Department

John D. Murray, *Chief*
Stephen S. Poloz, *Deputy Chief*
Nicholas Close, *Chief, Foreign Exchange Operations*
Brian P. J. O'Reilly, *Research Adviser*

Department of Banking Operations

Donald G. M. Bennett, *Chief*
Roy L. Flett, *Associate Chief*
William R. Melbourn, *Deputy Chief*
Gordon B. May, *Deputy Chief*
C. Ross Tousaw, *Banking Operations Adviser*
Alexander G. Keith, *Agent, Calgary, and Regional Financial Representative*

Public Debt Department

Bonnie J. Schwab, *Chief*

Secretary's Department

Louise Vaillancourt-Châtillon, *Secretary*
Guy Thériault, *Deputy Secretary*

DEBT SYSTEMS

James M. McCormack, *Program Co-ordinator*

Automation Services Department

Daniel W. MacDonald, *Chief*

Personnel Department

George M. Pike, *Chief*
Claude J.-B. Montambault, *Deputy Chief*

Department of Premises Management

Colin J. Stephenson, *Chief*
Kenneth W. Kaine, *Deputy Chief*

Comptroller's Department

Jean-Pierre Aubry, *Comptroller and Chief Accountant*
Frank J. Mahoney, *Deputy Comptroller*

Audit Department

Janet Cosier, *Auditor*
Peter Koppe, *Deputy Auditor*

1. Also Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

2. Also Alternate Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

† Jacques A. Bussi eres, Adviser to the Governor, is on a leave of absence. He is serving as Governor of the Bank of Zambia.

REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES

Securities Department

Montreal
Jacques Clément, *Chief, Montreal Division*
Toronto
Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*
Vancouver
Ritha Khemani, *Representative*

International Department

Montreal
Gautam Hooja, *Foreign Exchange Adviser*
Toronto
Vacant, *Foreign Exchange Adviser*

Department of Banking Operations

Halifax
Robert E. Burgess, *Agent*
Saint John
Kenneth T. McGill, *Agent*
Montreal
J. G. Michel Sabourin, *Agent*
Ottawa
Robert Dupont, *Agent*
Toronto
William G. Percival, *Agent*
Winnipeg
Vacant, *Agent*
Regina
Graham L. Page, *Agent*
Calgary
Alexander G. Keith, *Agent*
and Regional Financial Representative
Vancouver
William H. Watson, *Agent*

REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES

Département des Valeurs

Montréal
Jacques Clément, *chef, Bureau de Montréal*
Toronto
Donald R. Cameron, *chef, Bureau de Toronto*
Vancouver
Ritha Khemani, *représentante*

Département des Relations internationales

Montréal
Gautam Hoaja, *cambiste-conseil*
Toronto
Poste vacant, *cambiste-conseil*

Département des Opérations bancaires

Halifax
Robert E. Burgess, *agent*
Saint John
Kenneth T. McGill, *agent*
Montréal
J. G. Michel Sabourin, *agent*
Ottawa
Robert Dupont, *agent*
Toronto
William G. Percival, *agent*
Winnipeg
Poste vacant, *agent*
Regina
Graham L. Page, *agent*
Calgary
Alexander G. Keith, *agent et représentant financier régional*
Vancouver
William H. Watson, *agent*

John W. Crow, gouverneur	
Gordon G. Thiessen, premier sous-gouverneur	
Bernard Bonin, sous-gouverneur	
William R. White, sous-gouverneur	
Serge Vachon, conseiller ¹	
Tim E. Noël, conseiller	
W. Paul Jenkins, conseiller	
John E. H. Conder, conseiller	
† Voir ci-dessous.	
Département des Opérations bancaires	
Donald G. M. Bennett, chef	
Roy L. Flett, chef associé	
William R. Melbourn, sous-chef	
Gordon B. May, sous-chef	
C. Ross Tousaw, conseiller en opérations bancaires	
Alexander G. Keith, agent (Calgary) et représentant financier régional	
Département de la Dette publique	
Bonnie J. Schwab, chef	
Secrétariat	
Louise Vaillancourt-Châtillon, secrétaire	
Guy Thériault, sous-secrétaire	
SYSTEMES DE LA DETTE	
James M. McCormack, coordonnateur de programmes	
Département de l'Automatisation	
Daniel W. MacDonald, chef	
Département du Personnel	
George M. Pike, chef	
Claude J.-B. Montambault, sous-chef	
Département de la Gestion des Immeubles	
Colin J. Stephenson, chef	
Kenneth W. Kaime, sous-chef	
Département de Contrôle	
Jean-Pierre Aubry, contrôleur et chef de la comptabilité	
Frank J. Mahoney, sous-contrôleur	
Département de la Vérification	
Janet Cosier, vérificatrice	
Peter Koppe, sous-vérificateur	
1. Également président du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements	
2. Également président du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements	
+ Jacques A. Bussières, conseiller du gouverneur, est en congé pour occuper les fonctions de gouverneur de la Banque de Zambie.	

CONSEIL D'ADMINISTRATION

John W. Crow	Gouverneur	<i>Membre du Comité de direction</i>
Gordon G. Thiesen	Premier sous-gouverneur	<i>Membre du Comité de direction</i>
Jalynn H. Bennett	TORONTO (ONTARIO)	
William A. Graham	LONDON (ONTARIO)	
Brian R. Heidecker	CORONATION (ALBERTA)	<i>Membre du Comité de direction</i>
Frederick E. Hyndman	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)	<i>Membre du Comité de direction</i>
Harold W. Lane, c.r.	SASKATOON (SASKATCHEWAN)	
Leslie M. Little, c.r.	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)	<i>Membre du Comité de direction</i>
James A. MacMurray	SAINT JOHN (NOUVEAU-BRUNSWICK)	
Nancy Orr-Gaucher	WESTMOUNT (QUÉBEC)	
Susan H. Patten	ST. JOHN'S (TERRE-NEUVE)	
Ernest G. Penner	STEINBACH (MANITOBA)	
Guylaine Saucier, OC	MONTREAL (QUÉBEC)	<i>Membre du Comité de direction</i>
Membre d'office	Sous-ministre des Finances	<i>Membre du Comité de direction</i>
Frederick W. Gorbet		

4. Immeubles de la Banque :

	1990		1989	
	En millions de dollars			
Coût	173,8 \$	74,3 \$	99,5 \$	102,7 \$
Amortissement			Net	Net
Terrains et bâtiments	40,6	25,5	15,1	5,4
Equipement informatique	62,9	38,2	24,7	24,3
Autre équipement	277,3	138,0	139,3	132,4
Projets en cours	28,3	-	28,3	6,0
	305,6 \$	138,0 \$	167,6 \$	138,4 \$

5. Capital versé :

La Banque a un capital autorisé de 5,0 millions de dollars divisé en 100 000 actions d'une valeur nominale de 50 \$ chacune. Les actions ont été payées intégralement, et, conformément à la *Loi sur la Banque du Canada*, elles ont été émises au nom du ministre des Finances, qui les détient pour le compte du Canada.

6. Fonds de réserve :

Le fonds de réserve établi en vertu de la *Loi sur la Banque du Canada* représente la réserve générale de la Banque. Conformément à cette loi, des prélèvements sur le revenu net de la Banque ont été accumulés au fonds de réserve jusqu'à ce qu'il atteigne, en 1955, le montant maximal stipulé, soit 25,0 millions de dollars. Depuis, la totalité du revenu net est versée au Receveur général du Canada.

7. Modalités légales :

La garantie que détient la Banque du Canada en ce qui concerne les avances à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque englobe les portefeuilles de prêts de ces établissements. Dans le cas de la Banque Commerciale du Canada, les tribunaux doivent actuellement trancher deux questions. Le 30 mars 1990, la Cour du banc de la reine de l'Alberta a statué que les intérêts reçus en vertu du portefeuille ne font pas partie de la garantie que détient la Banque, et ce jugement a fait l'objet d'un appel auprès de la Cour d'appel de l'Alberta. Des requêtes ont également été présentées devant les tribunaux contestant les conclusions du liquidateur selon lesquelles le portefeuille de prêts effectués en Californie fait partie de la garantie dont dispose la Banque. Si les tribunaux décidaient une fois pour toutes que tous les intérêts ou l'ensemble du portefeuille de prêts faits en Californie ne faisaient pas partie de cette garantie, des redressements pourraient être apportés aux montants comptabilisés à titre de revenu. Cependant, les renseignements disponibles actuellement ne permettent pas d'estimer l'ampleur éventuelle de tels redressements.

8. Engagements :

Au 31 décembre 1990, le total des engagements en vertu de contrats de construction d'immeubles et d'acquisition d'équipement était de 62,0 millions de dollars. Ces contrats prévoient le versement de ces montants au cours des quatre prochaines années et concernent tous des projets reliés aux responsabilités de la Banque en matière d'émission des billets de banque.

Banque du Canada
Notes complémentaires aux états financiers
31 décembre 1990

1. Principales conventions comptables :

La présentation des états financiers de la Banque satisfait aux exigences de la *Loi sur la Banque du Canada* et de ses statuts administratifs en matière de comptabilité et de divulgation. Les principales conventions comptables de la Banque sont énumérées ci-dessous :

a) Revenus et dépenses :

Les revenus et les dépenses sont inscrits selon la méthode de la comptabilité d'exercice, à l'exception des intérêts sur les avances consenties à une banque dont la liquidation a été ordonnée, lesquels ne sont inscrits que lorsqu'ils sont perçus.

b) Placements :

Les placements, qui consistent surtout en bons du Trésor et en obligations du gouvernement du Canada, sont inscrits au prix coûtant ajusté en fonction de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur réalisation de ces placements sont imputés aux revenus.

c) Conversion des devises étrangères :

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice. Les gains ou les pertes sur la conversion des devises étrangères et les opérations qui s'y rapportent sont imputés aux revenus.

d) Immeubles de la Banque :

Les immeubles de la Banque, qui comprennent les terrains, les bâtiments et l'équipement, sont inscrits à leur coût, moins l'amortissement cumulé. L'amortissement est calculé, selon la méthode du solde dégressif, aux taux annuels suivants :

Bâtiments	5 %
Equipement informatique	35 %
Autre équipement	20 %

e) Régime de retraite :

Une année complète d'amortissement est portée au compte des immobilisations durant l'exercice d'achat, à l'exception des projets en cours, qui sont amortis à compter de l'achèvement intégral. Aucun amortissement n'est porté au compte des immobilisations durant l'exercice d'aliénation.

f) Assurance :

La Banque n'est pas assurée contre les risques de perte auxquels elle est directement exposée, sauf en ce qui a trait à la responsabilité civile envers des tiers et lorsqu'elle est tenue de s'assurer en vertu de dispositions légales ou contractuelles. Les coûts découlant de ces risques sont inscrits aux comptes dès qu'il est possible d'en obtenir une estimation raisonnable.

2. Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements :

Les contributions de la Banque au régime de retraite sont passées en charges au moment où elles sont versées. Les surplus ou insuffisances actuariels, le cas échéant, sont amortis sur des périodes n'excédant pas celles qui sont prescrites par la *Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension*, et les contributions périodiques sont rajustées en conséquence.

3. Placements :

Les placements peuvent inclure des titres du gouvernement du Canada détenus en vertu de prises en pension. Au 31 décembre 1990 et 1989, la Banque ne détenait aucun titre en pension. Les placements ne comprennent pas les titres du gouvernement canadien d'un montant de 607,9 millions de dollars qui ont été cédés avec clause de rachat pour le 2 janvier 1991 (ce montant était zéro à la fin de 1989).

PASSIF

Capital versé (note 5)	5,0 \$	5,0 \$
Fonds de réserve (note 6)	25,0	22 092,6
Billets en circulation	22 970,0	20,7
Dépôts :		
Gouvernement du Canada	10,6	1 786,6
Banques à charte	1 458,3	229,7
Autres membres de l'Association canadienne des paiements	134,0	397,3
Autres dépôts	405,8	2 434,3
Passif payable en devises étrangères :		
Gouvernement du Canada	210,4	209,0
Chèques de la Banque du Canada non compensés	47,8	7,6
Autres éléments du passif	7,6	6,1
	25 274,5 \$	24 779,6 \$

En millions de dollars

1990

1989

Le gouverneur, J. W. CROW

Le comptable en chef, J.-P. AUBRY

Banque du Canada
Etat de l'actif et du passif

au 31 décembre 1990
(avec chiffres comparatifs pour 1989)

ACTIF		1990	1989
		En millions de dollars	
Dépôts payables en devises étrangères :			
Devises américaines.....		343,8 \$	352,4 \$
Autres devises.....		24,0	17,5
Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements (notes 2 et 7).....		470,7	311,6
Placements — à leurs valeurs amorties (note 3) :			
Bons du Trésor du Canada.....		10 247,8	10 815,7
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, échéant dans les trois ans.....		3 997,2	3 424,6
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans.....		5 753,4	6 584,8
Autres placements.....		3 863,7	2 764,8
Immeubles de la Banque (note 4).....		23 862,1	23 589,9
Intérêts courus sur placements.....		167,6	138,4
Autres éléments de l'actif.....		121,6	76,0
		25 274,5 \$	24 779,6 \$

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

Banque du Canada

Etat des revenus et dépenses

pour l'exercice terminé le 31 décembre 1990
(avec chiffres comparatifs pour 1989)

1990	1989
En millions de dollars	

REVENUS :
Revenus de placements et d'autres sources après déduction
des intérêts payés sur les dépôts, soit 46,7 \$ (42,8 \$ en 1989)

DÉPENSES :

Traitements ¹	78,9	72,1
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ²	10,9	9,1
Autres frais de personnel ³	2,8	2,3
Honoraires des administrateurs	0,1	0,1
Honoraires et frais des vérificateurs	0,6	0,5
Impôts municipaux et taxes d'affaires	10,3	9,5
Coût des billets de banque	41,5	40,0
Informatique et coûts reliés aux ordinateurs	7,8	6,3
Entretien des immeubles – après déduction des revenus de location ⁴	19,8	19,7
Impression des publications	0,8	1,0
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	2,4	2,4
Postes et messageries	1,7	1,8
Télécommunications	2,0	1,8
Déplacements et mutations	3,4	2,7
Autres dépenses	3,6	2,9
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	20,1	13,5
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	206,7	185,7
	<u>2 408,5 \$</u>	<u>2 238,8 \$</u>

1. Traitements, y compris le temps supplémentaire des employés autres que ceux qui sont affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-employés utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 2 301 en 1990, contre 2 255 en 1989.

2. Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel non affecté à l'entretien des immeubles

3. Les autres frais de personnel comprennent les gratifications de départ à la retraite et les dépenses consacrées à la formation professionnelle.

4. Les frais d'entretien des immeubles comprennent l'entretien des bâtiments et de l'équipement ainsi que les frais de personnel connexes.

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

AUDITORS OF THE BANK OF CANADA
VÉRIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA

PEAT MARWICK

COOPERS & LYBRAND

RAPPORT DES VÉRIFICATEURS

Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1990 ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction de la Banque. Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en nous fondant sur notre vérification.

Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues. Ces normes exigent que la vérification soit planifiée et exécutée de manière à fournir un degré raisonnable de certitude quant à l'absence d'inexactitudes importantes dans les états financiers. La vérification comprend le contrôle par sondages des informations probantes à l'appui des montants et des autres éléments d'information fournis dans les états financiers. Elle comprend également l'évaluation des principes comptables suivis et des estimations importantes faites par la direction, ainsi qu'une appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

À notre avis, ces états financiers présentent fidèlement à tous égards importants, la situation financière de la Banque au 31 décembre 1990 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

Coopers & Lybrand

Peat Marwick

Comptables agréés
Ottawa, Canada
le 25 janvier 1991

Afin d'assurer le respect du programme tracé, le gouverneur a déclaré que la Banque surveillera de près les taux tendanciels de l'expansion de la monnaie, du crédit et de la dépense totale, pour s'assurer qu'ils sont compatibles avec les cibles, et ajustera en conséquence sa politique monétaire. En établissant des cibles précises, toutefois, les autorités monétaires entendent encourager les Canadiens à fonder leurs décisions en matière économique sur l'orientation à la baisse annoncée pour l'inflation afin que le ralentissement poursuivi soit atteint plus aisément; en outre, un tel ralentissement contribuerait à faire baisser les taux d'intérêt.

L'importance qu'il y a, pour la tenue de l'économie, à garantir que la confiance des Canadiens à l'égard de la valeur de la monnaie ne sera pas entamée par une inflation chronique explique le rôle dévolu à ces cibles dans la poursuite de la stabilité des prix. L'économie ne fonctionnera ni de façon équitable ni au mieux de ses capacités si les Canadiens n'ont pas cette confiance. La stabilité des prix fournira la base monétaire solide qui est nécessaire pour une expansion économique durable.

La Banque publiera incessamment un document d'information technique qui donnera plus de détails sur la mise en œuvre des cibles en matière de réduction de l'inflation.

le 26 février 1991
OTTAWA

Le gouverneur de la Banque du Canada, M. John Crow, dans une annonce faite conjointement avec le ministre des Finances, a dévoilé aujourd'hui une série de cibles visant la réduction de l'inflation et la réalisation de la stabilité des prix au Canada.

Ces cibles ont été établies dans l'intention de donner une idée claire de l'orientation à la baisse qui sera imprimée au taux d'inflation à moyen terme. Les réductions prévues seront graduelles, mais constantes, jusqu'à ce que la stabilité des prix soit réalisée. Un certain nombre de politiques des pouvoirs publics autres que la politique monétaire peuvent jouer un rôle important dans cette entreprise. Toutefois, comme l'inflation ne peut persister pendant une longue période que si elle est tolérée par la politique monétaire, il importe que cette dernière garde résolument et constamment le cap sur l'objectif de la stabilité des prix.

Les cibles arrêtées pour l'évolution, d'une année à l'autre, de l'indice des prix à la consommation (IPC) sont les suivantes :

- 3 % à la fin de 1992;
- 2½ % au milieu de 1994;
- 2 % à la fin de 1995.

Après 1995, l'objectif serait de continuer à faire baisser le taux d'inflation jusqu'à ce que la stabilité des prix soit atteinte. Beaucoup de recherches ont déjà été effectuées au Canada pour déterminer ce qu'est, dans la pratique, la stabilité du niveau général des prix. Les résultats de ces recherches donnent à penser qu'il y a stabilité des prix lorsque le taux de croissance de l'IPC est nettement inférieur à 2 %. Une définition plus précise de la stabilité des prix n'est pas fournie pour le moment, au cas

où, dans les années à venir, de nouveaux résultats d'analyses sur ce sujet seraient obtenus. Il reste également à fixer une trajectoire pour la réduction de l'inflation dans les années postérieures à 1995; mais, de nouveau, jusqu'à preuve du contraire, l'objectif demeurera la réalisation de progrès soutenus.

Compte tenu du laps de temps qui s'écoule entre le moment où les politiques sont mises en œuvre et celui où elles agissent sur l'inflation, aucune cible précise n'a été arrêtée en ce qui concerne l'évolution de l'inflation en 1991. Toutefois, la trajectoire cible annoncée est compatible avec une augmentation de l'IPC de 5 % environ d'une année à l'autre (c'est-à-dire moins de 4 % si l'on exclut l'incidence de la TPS) pour la fin de 1991.

Dans les mesures qu'elle prendra pour atteindre les cibles fixées, la Banque du Canada visera, pour des raisons pratiques, l'indice des prix à la consommation, sans les composantes très volatiles que sont l'alimentation et l'énergie, tel qu'il est publié par Statistique Canada. Mais, même sans ces composantes, le niveau des prix à la consommation reste assez variable, et les cibles doivent être considérées comme le milieu d'une fourchette dont les limites se situent à un point de pourcentage de part et d'autre de ces points médians. En longue période, toutefois, l'IPC global et l'IPC hors alimentation et énergie devraient en gros afficher des profils d'évolution similaires.

La Banque fera état de temps à autre des progrès réalisés à l'égard des cibles annoncées, particulièrement dans le Rapport qu'elle publie chaque année en vertu de la Loi sur la Banque du Canada.

Titres négociables du gouvernement canadien : émissions et remboursements

Date en 1990	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance %	Valeur nominale, en millions de dollars	Remboursements ³ Livraisons
-----------------	-----------------------------	----------	--------------------------------	--	---

Titres libellés en dollars canadiens

15 déc.	10¼ % 15 décembre 1990	3 ans, 1 mois et 17 jours	10,39	50	575
	10¼ % 1 ^{er} février 1994	5 ans, 2 mois et 17 jours	10,38	75	
	10¼ % 1 ^{er} mars 1996	10 ans, 2 mois et 17 jours	10,53	775	
	10½ % 1 ^{er} mars 2001	30 ans et 3 mois	10,59	700	
				1 600	

Ensemble des obligations en dollars canadiens
Ensemble des bons du Trésor

11 570	27 159
304 150	319 000

Titres libellés en monnaies étrangères

22 mars	500 millions de dollars É.-U.	billets à 11½ %	échéance 22 mars 1990	579
25 avril	41 millions de dollars É.-U.	obligations à 10¼ %	échéance 15 juillet 1995	
25 avril	40 millions de dollars É.-U.	obligations à 8¾ %	échéance 1 ^{er} avril 1998	472
26 avril	6 millions de dollars É.-U.	billets à 8½ %	échéance 26 avril 1990	462
3 mai	55 millions de dollars É.-U.	obligations à 10¼ %	échéance 15 juillet 1995	74
15 mai	200 millions de FS	billets à 5¼ %	échéance 15 mai 1990	642
23 mai	10 millions de dollars É.-U.	obligations à 10¼ %	échéance 15 juillet 1995	156

Ensemble des billets et obligations en monnaies étrangères
Ensemble des bons du Canada

911	-
122	7 616
	7 2632

1. Emission de 8,4 millions de dollars d'obligations à intérêt composé arrivant à échéance le 31 décembre 2019. L'intérêt, qui est capitalisé deux fois l'an, est calculé au taux de 10,186 %, pour une valeur totale de rachat de 162,5 millions de dollars à l'échéance.
2. Annulation d'obligations achetées sur le marché
3. Montant en monnaies étrangères converti en dollars canadiens au cours du midi à la date de remboursement
4. Obligations émises par Canadair Limitée le 26 avril 1982 et prises en charge par le gouvernement canadien le 12 février 1986
5. Les bons du Canada sont des billets libellés en dollars É.-U. émis pour une échéance ne dépassant pas 270 jours.

Titres négociables du gouvernement canadien : émissions et remboursements

Date en 1990	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance %	Valeur nominale, en millions de dollars	Livraisons Remboursements
--------------	--------------------------	----------	--------------------------	---	---------------------------

Titres libellés en dollars canadiens

3 mai	9¼ % 15 mai 1997	25 ans et 1 jour	10,80	650	62
	9 % 15 octobre 1999				42
	9¾ % 15 décembre 2000				32
	9½ % 1 ^{er} octobre 2001				82
	8¾ % 1 ^{er} février 2002				12
	9½ % 1 ^{er} octobre 2003				52
31 mai	11¼ % 1 ^{er} juin 2015				
1 ^{er} juin	11¾ % 1 ^{er} juin 1990				150
6 juin	9¼ % 6 juin 1990				550
	12¼ % 6 juin 1992	2 ans	12,42	1 000	
21 juin	10½ % 1 ^{er} juillet 2000	10 ans et 10 jours	10,79	850	
1 ^{er} juillet	8 % 1 ^{er} juillet 1990	23 ans, 8 mois et 14 jours	10,71	650	600
26 juill.	10¼ % 15 décembre 1995	5 ans, 4 mois et 20 jours	11,25	850	
1 ^{er} août	7½ % 1 ^{er} août 1990				500
	9 % 1 ^{er} août 1990				1 025
	11¾ % 15 octobre 1993	3 ans, 2 mois et 14 jours	11,30	50	
	10¾ % 15 décembre 1995	5 ans, 4 mois et 14 jours	11,10	250	
	10½ % 1 ^{er} juillet 2000	9 ans et 11 mois	10,70	700	
	10¼ % 15 mars 2014	23 ans, 7 mois et 14 jours	10,57	600	
16 août	10¾ % 15 mars 1998	7 ans, 6 mois et 30 jours	10,76	700	
28 août	10¾ % 15 décembre 1995	5 ans, 3 mois et 18 jours	10,56	850	
1 ^{er} sept.	10¾ % 1 ^{er} septembre 1990				550
5 sept.	10¼ % 5 septembre 1990	2 ans	10,87	1 200	650
20 sept.	10½ % 1 ^{er} mars 2001	10 ans, 5 mois et 11 jours	10,73	850	
1 ^{er} oct.	10½ % 1 ^{er} octobre 1990				1 100
	12½ % 1 ^{er} octobre 1990				23
	10¼ % 1 ^{er} février 1994	3 ans et 4 mois	10,51	75	
	10¼ % 1 ^{er} mars 1996	5 ans et 5 mois	10,73	225	
	10½ % 1 ^{er} mars 2001	10 ans et 5 mois	10,97	800	
	11¼ % 1 ^{er} juin 2015	24 ans et 8 mois	11,17	500	
				1 600	
18 oct.	10¼ % 1 ^{er} février 1994	3 ans, 3 mois et 14 jours	10,93	850	
1 ^{er} nov.	11½ % 1 ^{er} septembre 2000	9 ans et 10 mois	11,45	800	
15 nov.	11¼ % 1 ^{er} juin 2015	24 ans, 6 mois et 16 jours	11,24	700	
5 déc.	10¼ % 5 décembre 1990				650
	10¼ % 5 décembre 1992	2 ans	10,48	1 300	

(À suivre)

Titres négociables du gouvernement canadien : émissions et remboursements

Date en 1990	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance %	Valeur nominale, en millions de dollars	Remboursements
-----------------	-----------------------------	----------	-----------------------------	--	----------------

4 janv.	9 3/4 % 1 ^{er} octobre 1997	7 ans, 8 mois et 28 jours	9,74	650	
25 janv.	10 1/4 % 1 ^{er} avril 1993	3 ans, 2 mois et 7 jours	10,34	850	
1 ^{er} févr.	12 % 1 ^{er} février 1990				
	13 1/4 % 1 ^{er} février 1990				
	10 1/4 % 1 ^{er} avril 1993	3 ans et 2 mois	9,92	75	400
	10 % 1 ^{er} mars 1995	5 ans et 1 mois	9,80	150	
	9 3/4 % 1 ^{er} mai 2000	10 ans et 3 mois	9,78	825	
	9 1/2 % 1 ^{er} juin 2010	20 ans et 4 mois	9,64	450	
15 févr.	9 3/4 % 1 ^{er} mai 2000	10 ans, 2 mois et 14 jours	10,09	750	
26 févr.	10 % 26 février 1990				500
6 mars	8 3/4 % 6 mars 1990				
	11 1/2 % 6 mars 1992	2 ans	11,70	1 000	550
15 mars	13 3/4 % 15 mars 1990				
	10 3/4 % 1 ^{er} mai 1993	3 ans, 1 mois et 17 jours	11,26	100	839
	10 1/2 % 1 ^{er} juin 1995	5 ans, 2 mois et 17 jours	10,88	400	
	10 1/4 % 1 ^{er} juillet 2000	10 ans, 3 mois et 17 jours	10,51	550	
	10 1/4 % 15 mars 2014	24 ans	10,32	450	
23 mars	10,186 % 31 décembre 2019	29 ans, 9 mois et 8 jours	10,186	81	
29 mars	10 1/2 % 1 ^{er} juillet 2000	10 ans, 3 mois et 3 jours	10,93	800	
11 avril	10 1/2 % 1 ^{er} juin 1995	5 ans, 1 mois et 20 jours	11,23	850	
25 avril	9 1/2 % 15 juin 1994				
	10 % 1 ^{er} octobre 1995				
	9 1/4 % 15 mai 1997				
	9 % 15 octobre 1999				
	9 3/4 % 15 décembre 2000				
	9 1/2 % 1 ^{er} octobre 2001				
	8 3/4 % 1 ^{er} février 2002				
	9 1/2 % 1 ^{er} octobre 2003				
26 avril	11 3/4 % 15 octobre 1993	3 ans, 5 mois et 19 jours	12,54	900	
	5 1/4 % 1 ^{er} mai 1990				
	5 1/4 % 1 ^{er} mai 1990				
	13 % 1 ^{er} mai 1990				
	11 3/4 % 15 octobre 1993				
	11 1/4 % 1 ^{er} septembre 2000	10 ans et 4 mois	11,66	400	
	11 1/4 % 1 ^{er} juin 2015	25 ans et 1 mois	11,43	500	
3 mai	9 1/2 % 15 juin 1994				
	10 % 1 ^{er} octobre 1995				

Tableau 4

Prises en pension				Cessions en pension			
Prises en pension ordinaires		Prises en pension spéciales		Cessions en pension ordinaires		Cessions en pension spéciales	
Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours
de jours	moyen ¹	de jours	moyen ¹	de jours	moyen ¹	de jours	moyen ¹
4	97,5	1	17,5	-	-	-	-
12	369,6	2	94,2	-	-	-	-
3	20,3	1	93,2	4	56,4	-	-
5	175,5	2	49,4	-	-	-	-
-	-	1	18,6	3	143,2	-	-
3	29,5	2	35,2	1	5,5	-	-
2	22,5	3	70,0	-	-	-	-
1	7,7	6	174,3	-	-	-	-
4	57,5	2	62,7	-	-	-	-
2	32,8	1	14,5	1	22,7	-	-
6	46,2	-	-	-	-	-	-
1	17,4	-	-	1	20,0	-	-
8	210,3	3	125,0	-	-	-	-
8	182,0	1	30,4	1	16,5	-	-
11	394,8	-	-	-	-	-	-
12	282,9	-	-	-	-	-	-
9	365,9	-	-	-	-	-	-
10	351,6	2	115,0	-	-	-	-
9	270,9	6	306,4	-	-	-	-
7	66,3	6	347,5	2	61,3	-	-
6	176,5	5	265,5	-	-	-	-
8	254,6	1	64,5	-	-	-	-
7	235,8	3	116,5	-	-	-	-
4	154,9	-	-	2	106,7	-	-
9	363,4	-	-	-	-	-	-
10	303,6	1	37,9	-	-	-	-
11	350,0	4	180,9	-	-	-	-

Avances consenties par la Banque du Canada aux membres de l'Association canadienne des paiements et encours des pensions

En millions de dollars, sauf indication contraire

Avances aux institutions parabancaires membres adhérents de l'ACP	Encours		Encours		Encours	
	Nombre	de jours	Nombre	de jours	Nombre	de jours
1990	15	11	126,2	12	128,6	10
			180,4	11	16-31	1-15
	11	13	104,3	9	1-15	16-31
			74,0	11	16-31	1-15
	13	16	74,6	11	1-15	16-31
			67,9	9	16-31	1-15
	12	15	65,7	11	1-15	16-31
			85,8	11	16-31	1-15
	16	15	81,3	11	1-15	16-31
			67,6	11	16-31	1-15
	15	10	60,0	10	1-15	16-31
			74,8	9	16-31	1-15
1991	13	16	92,3	12	1-15	16-31
			56,2	11	16-31	1-15
	16	16	70,5	12	1-15	16-31
			81,1	9	16-31	1-15
	16	10	61,0	10	1-15	16-31
			71,7	10	16-31	1-15
	15	15	62,7	12	1-15	16-31
			131,0	10	16-31	1-15
	18	10	64,3	11	1-15	16-31
			68,1	10	16-31	1-15
	15	9	107,2	9	1-15	16-31
			142,7	10	16-31	1-15
1991	18	12	79,6	12	1-15	16-31
			145,4	11	16-31	1-15
Février	13,9	18				

1. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables compris dans la période de calcul des moyennes

2. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables durant le mois

Tableau 3

Opérations nettes avec le gouvernement ou d'autres clients	Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement?	
	Bons	Obligations
Souscriptions lors de l'émission moins remboursements à l'échéance	Portefeuilles du gouvernement et d'autres clients	
	Obligations	Bons
+ 2 002,1	-	+ 404,1
+ 1 977,2	+ 0,3	+ 296,8
+ 1 849,6	-	+ 182,1
+ 1 333,7	-	+ 181,9
+ 683,0	-	+ 99,0
+ 867,0	-	- 121,1
+ 1 482,7	-	+ 263,5
+ 3 429,7	-	+ 602,0
+ 1 247,3	-	+ 916,7
+ 708,8	-	- 1 102,5
+ 1 780,3	-	- 1 989,5
+ 3 176,1	+ 1,1	- 283,3
+ 20 537,5	+ 1,4	- 550,3
+ 3 721,2	-	- 24,7
-	-	+ 0,5
- 564,5	- 8 560,8	- 25,2
- 827,5	- 329,4	- 1 019,9
- 1 394,8	- 967,7	+ 626,8
- 782,4	- 580,1	+ 232,1
- 797,2	- 797,2	- 147,6
- 584,0	-	- 144,1
- 431,8	-	+ 181,9
- 554,1	-	+ 223,1
- 415,8	+ 0,3	+ 160,4
- 896,0	-	+ 414,1

Opérations nettes de la Banque du Canada
sur titres du gouvernement canadien

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes¹ avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques

Opérations ordinaires		Opérations de pension	
Bons du Trésor	Obligations	Prises en pension ordinaires	Prises en pension spéciales
		Cessions en pension	

1990	Janvier	- 1 070,0	-	+ 368,0	-
	Février	- 1 180,0	-	- 154,6	+ 70,0
	Mars	- 920,0	-	- 213,4	+ 20,0
	Avril	- 630,0	-	-	- 90,0
	Mai	-	-	-	-
	Juin	- 365,0	-	+ 174,1	-
	Juillet	- 880,0	-	+ 240,9	-
	Août	- 1 655,0	-	- 205,0	-
	Septembre	- 810,0	-	- 21,2	+ 830,0
	Octobre	-	-	- 173,8	- 525,0
	Novembre	- 2 340,0	-	- 15,0	- 305,0
	Décembre	- 2 067,0	-	-	-
	Total	- 11 917,0	-	-	-
1991	Janvier	- 4 217,0	-	+ 475,0	-
					+ 610,0

1. Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions, et le signe (-) le contraire.
2. Y compris les prises en pension ordinaires, les prises en pension spéciales et les cessions en pension

Soldes de règlement des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements									
Somme des pondérations des jours de réserve de la période	Montant cumulé des excédents pour la période	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables durant le mois	14	16	15	13	17
	757	0,039	93	22	16	529	981	0,047	101
				20	15	3 549	0,195		22
					15	254	0,013		
			79	22	17	2 843	0,123		
					14	1 218	0,065		
			89	20	15	1 667	0,083		
					15	292	0,015		
			95	22	16	409	0,019		
					17	546	0,024		
			88	21	15	1 311	0,065		
					13	811	0,046		
			83	21	16	667	0,031		
					15	677	0,033		
			72	23	19	834	0,032		
					13	698	0,040		
			64	19	14	1 758	0,093		
					15	1 561	0,076		
			82	22	16	2 123	0,097		
					15	457	0,022		
			76	21	17	986	0,043		
					14	1 443	0,075		
			86	19	16	814	0,037		
					14	1 088	0,056		
			67	22	16	334	0,015		
					17	1 555	0,064		

Réserve-encaisse des banques à charte et soldes de règlement des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements

En millions de dollars, sauf indication contraire

Réserve-encaisse des banques à charte

Montant minimum requis - Total	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada et en pièces de monnaie	Minimum des dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada
1990			
Janvier	1-15	5 451	3 752
Février	1-15	5 611	4 462
Mars	1-15	5 390	3 603
Avril	1-15	5 295	3 557
Mai	1-15	5 213	3 574
Juin	1-15	5 380	3 679
Juillet	1-15	5 330	3 851
Août	1-15	5 350	3 959
Septembre	1-15	5 302	4 006
Octobre	1-15	5 345	4 066
Novembre	1-15	5 340	4 032
Décembre	1-15	5 391	3 952
1991			
Janvier	1-15	5 356	4 103
Février	1-15	5 546	4 695

Tableau 1

Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles (en millions de dollars)¹

Actif									
Titres du gouvernement									
Avoirs nets en monnaies étrangères (valeur comptable)									
Avances aux membres de l'ACP (montant net)									
Autres éléments de l'actif									
Billets en circulation									
Passif-dépôts en dollars canadiens									
Banques à charte									
Autres membres de l'ACP canadien									
Autres Gouvernements									
1990									
Janvier	+ 424	- 2 375	+ 243	- 198	- 2 470	+ 567	- 47	- 10	+ 53
Février	+ 140	+ 4	- 450	- 211	+ 6	- 573	+ 2	+ 4	+ 44
Mars	+ 197	+ 318	+ 50	- 196	- 224	+ 456	- 22	- 3	+ 161
Avril	+ 209	- 573	+ 210	+ 179	+ 431	- 163	- 13	+ 5	- 236
Mai	- 121	+ 565	+ 82	- 6	+ 424	+ 29	+ 12	- 6	+ 62
Juin	- 198	+ 827	- 171	- 5	+ 732	- 212	- 59	+ 2	- 10
Juillet	+ 220	- 252	+ 364	+ 25	- 46	+ 367	- 12	+ 4	+ 45
Août	+ 593	- 1 041	- 336	+ 15	+ 32	- 857	+ 63	- 3	- 3
Septembre	+ 850	- 243	- 71	- 13	- 472	+ 189	- 54	+ 809	+ 49
Octobre	- 931	+ 222	- 90	+ 19	+ 112	+ 149	- 56	- 810	- 175
Novembre	- 1 972	+ 1 685	+ 144	+ 106	+ 163	- 380	+ 61	+ 2	+ 118
Décembre	- 238	+ 1 957	+ 185	+ 309	+ 2 189	+ 100	+ 29	- 4	- 101
Variation pour l'année	- 827	+ 1 094	+ 160	+ 24	+ 877	- 328	- 96	- 10	+ 8
1991	+ 28	- 1 359	- 141	- 172	- 2 542	+ 882	- 57	+ 6	+ 67
Janvier									

1. Les chiffres ayant été arrondis, le total pour l'année peut différer de la somme des variations mensuelles.

TABEAUX EN ANNEXE

Les soldes non réclamés

En 1990, comme en 1989, la Banque a donné suite à environ 10 300 demandes de renseignements concernant des soldes non réclamés. Le nombre de ces demandes a plus que triplé depuis 1983, année où la Banque a placé dans chacune de ses agences des exemplaires des registres centraux de tous les soldes conservés chez elle, registres que le public peut consulter gratuitement. La Banque a effectué des paiements concernant 3 075 comptes et totalisant 1,6 million de dollars, ce qui représente une hausse de 20 % par rapport à l'année précédente. À la fin de 1990, le montant des soldes non réclamés gardés à la Banque s'élevait à 11,5 millions de dollars; ce montant figure au poste « Autres dépôts » de l'Etat de l'actif et du passif.

tement des obligations d'épargne du Canada, laquelle est attribuable au fléchissement des ventes de ces titres ainsi qu'à la réduction du nombre de remboursements effectués en 1990 par rapport au chiffre record atteint l'année précédente. Environ 80 % des opérations de traitement effectuées portent sur des obligations d'épargne du Canada.

Le volume de travail lié aux obligations négociables du gouvernement canadien a nettement baissé en 1990, principalement parce que ces titres sont désormais traités dans les systèmes informatisés de compensation et de règlement de la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée (CDS). Cela a entraîné une réduction du nombre de certificats traités dans le cadre des transferts et échanges de titres en circulation et un regroupement des paiements d'intérêts.

L'émission des billets de banque, le service de la dette et les opérations bancaires

La Banque du Canada est chargée de l'émission des billets de banque et de l'administration de la dette intérieure du gouvernement canadien. Les trois quarts environ des dépenses totales de la Banque, énumérées dans l'Etat des revenus et dépenses reproduit à la fin du présent rapport, découlent de ces responsabilités et sont liées au traitement de quantités importantes de billets de banque, de titres et de données, et à l'achat de billets de banque neufs auprès de deux sociétés d'impression de billets et de titres. Ces fonctions occupent directement à peu près la moitié du personnel de la Banque.

La Banque fournit aussi des services bancaires au gouvernement et gère les comptes de dépôt que les membres de l'Association canadienne des paiements, les banques centrales et les organismes financiers internationaux tiennent auprès d'elle. La Banque a également la garde des soldes non réclamés, c'est-à-dire les comptes qui ont été transférés chez elle après avoir été inactifs pendant dix ans dans les banques à charte.

L'émission des billets de banque

La Banque met des billets en circulation pour répondre à l'accroissement de la demande et pour remplacer les billets impropres à la circulation. En plus d'émettre des billets neufs, la Banque remet en circulation les billets usagés en bon état qui ont été retournés par les institutions financières ayant un surplus de numéraire. À la fin de 1990, l'encours des billets se chiffrait à 23 milliards de dollars, soit plus de 90 % de l'ensemble des engagements de la Banque, comme le montre l'Etat de l'actif et du passif.

En 1990, pour la deuxième année consécutive, le volume de billets traités par la Banque n'a guère varié. Le nombre de billets livrés aux institutions financières a repris sa progression; celle-ci avait été interrompue en 1989, la Banque ayant cessé d'émettre des billets d'un dollar vers

le milieu de l'année. Par contre, la quantité de billets usagés que les institutions financières ont retournés à la Banque a baissé en 1990, en raison de la diminution du nombre de billets d'un dollar envoyés pour destruction.

La Banque a mis en circulation le 3 décembre 1990 un nouveau billet de 100 dollars, soit la cinquiesme coupure de sa plus récente série. À la fin de l'année, la Banque avait émis environ 1,7 million de ces billets de 100 dollars. Comme le billet de 50 dollars mis en circulation en 1989, le nouveau billet de 100 dollars est muni d'une vignette de sûreté qui vise à décourager la contrefaçon. La vignette de sûreté, petit carré de pellicule réfléchissante ultramince appliqué au recto du billet et ayant la propriété de passer du doré au vert selon l'angle d'inclinaison, est propre aux billets de banque canadiens.

Depuis le début de 1990, les aveugles peuvent se procurer un appareil électronique portable, qui peut « dire » la coupure des billets de la nouvelle série. À la fin de l'année, quelque 1 800 de ces appareils avaient été prêtés, sans frais et à titre permanent, par l'Institut national canadien pour les aveugles.

Le 5 décembre 1990, la Banque a commencé à vendre à ses guichets des feuilles non coupées de 40 billets de deux dollars, au prix de 90 dollars la feuille, taxes en sus. Les feuilles de billets peuvent également être commandées par correspondance et livrées au Canada au moyen du Service paquets d'argent, moyennant un supplément de 8,25 dollars la feuille. À la fin de 1990, près de 4 800 feuilles avaient été vendues.

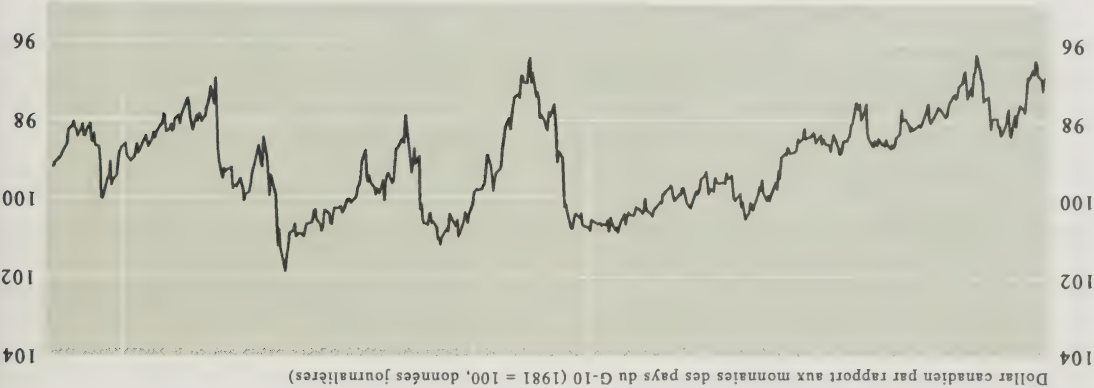
Le service de la dette

Le volume de travail lié à l'administration de la dette publique a nettement baissé en 1990. Cela tient en grande partie à une nouvelle diminution de la charge de travail relative au trai-

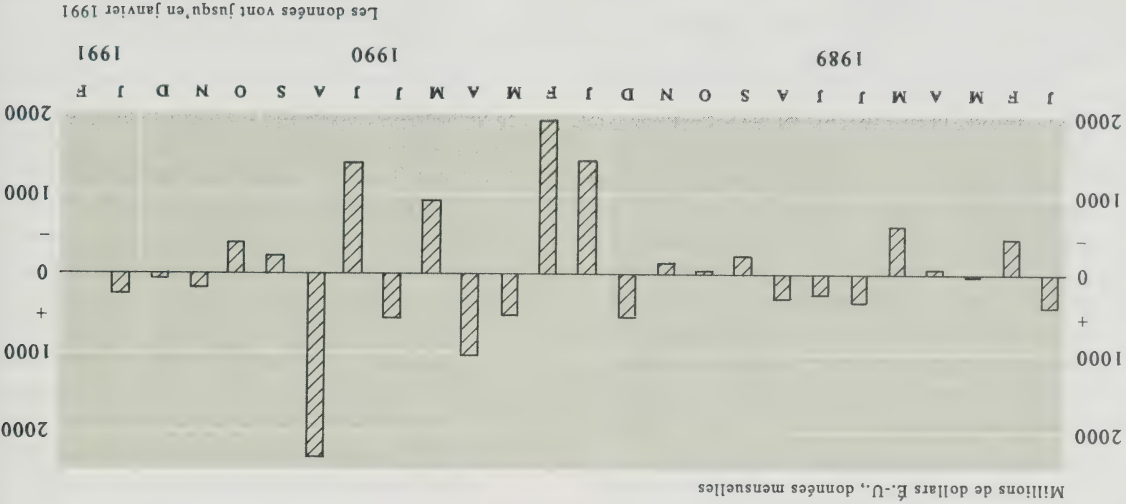
Moyen-Orient. Au cours de février, notre monnaie s'est raffermie par suite d'une nouvelle augmentation des emprunts en dollars canadiens souscrits outre-mer et de la conversion en dollars canadiens d'emprunts en devises contractés par des résidents. Dans ce contexte, les réserves officielles de change du Canada ont peu varié en janvier 1991 et se sont accrues de 294 millions de dollars E.-U. pour s'établir à 18 875 millions de dollars E.-U.

sion nette de l'encours des bons du Canada ont aussi provoqué un accroissement des réserves, qui a cependant été en partie neutralisé par le rachat de titres de dette du gouvernement canadien libellés en monnaies étrangères. Au début de 1991, le cours du dollar canadien est resté relativement stable, se maintenant aux environs de 0,8650 \$ E.-U. Il s'est toutefois apprécié brièvement pour coter 0,8724 \$ E.-U. à la veille du déclenchement de la guerre au

Taux de change



Variations nettes des réserves officielles



À la fin de 1990, le cours du dollar canadien s'établissait à peu près au niveau où il se trouvait à la clôture des opérations en 1989. Il s'était déprécié de 0,13 % par rapport au dollar E.-U., pour se situer à 0,8621 \$ E.-U., tandis que, selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, il avait diminué de 2,03 % par rapport aux monnaies des pays du groupe des Dix, par suite d'une dépréciation de 10,5 % vis-à-vis des grandes monnaies d'outre-mer. Bien que le cours de notre monnaie par rapport à la devise américaine ait peu varié en termes nets sur l'ensemble de l'année, il a fluctué considérablement entre un creux de 0,8275 \$ E.-U., touché en février, et un sommet de 0,8859 \$ E.-U., atteint en août.

Après s'être raffermi progressivement durant le second semestre de 1989, le dollar canadien a connu une baisse importante au début de 1990, car les marchés s'attendaient à un rétro-cissement sensible des écarts entre les taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada et ceux en vigueur aux États-Unis et dans d'autres pays étrangers. Au cours des six mois qui ont suivi, le dollar s'est apprécié de façon régulière, sauf pendant un moment en mai, où l'incertitude concernant l'issue des discussions relatives à l'Accord du lac Meech a donné lieu à un repli. Les tensions provoquées par l'invasion du Koweït par l'Iraq et la flambée du prix du pétrole qui en a résulté ont propulsé le dollar à un sommet inégalé en 12 ans, qui a été atteint le 23 août; cependant, le dollar n'a pu se maintenir à ce niveau, car les taux d'intérêt ont continué de décroître au pays durant le troisième trimestre de sorte que l'écart entre les taux canadiens et américains s'est rétréci. Durant le dernier trimestre de l'année, le dollar a oscillé à l'intérieur de limites relativement étroites. Les baisses des taux d'intérêt survenues au Canada ont été à peu près contrebalancées par des baisses d'ampleur similaire aux États-Unis, tandis que la persis-

tance des tensions dans le Golfe, les emprunts contractés à l'étranger par les Canadiens et les émissions de titres étrangers libellés en monnaie canadienne ont entraîné une forte demande de dollars canadiens à l'étranger.

La Banque du Canada, en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du ministre des Finances, effectue des opérations sur le marché des changes dans le but de favoriser un comportement ordonné du dollar canadien. Ces opérations, qui consistent généralement en des achats ou des ventes de dollars E.-U., se répartissent directement sur les avoirs en dollars E.-U. du Fonds des changes. Toutefois, il arrive à l'occasion que les interventions de la Banque portent sur d'autres monnaies, notamment le yen et le mark allemand. Ces interventions peuvent être menées en dollars canadiens lorsque les conditions du marché ne sont pas favorables aux opérations sur dollars E.-U., ou bien en dollars E.-U. lorsque les interventions sont faites de concert avec les banques centrales d'autres pays du groupe des Sept.

Les réserves officielles de change du Canada se sont accrues au total d'un montant équivalant à 1 785 millions de dollars E.-U. pour s'établir, en dollars E.-U., à 18 581 millions à la fin de 1990. La part de ces réserves constituée de dollars E.-U. a diminué de 13 millions, tombant ainsi à 1 476 millions; elle a cependant oscillé entre un creux de 746 millions à la fin de mai et un sommet de 1 602 millions à la fin d'août, reflétant le profil d'évolution du taux de change pendant l'année.

En revanche, les réserves d'autres monnaies ont augmenté d'un montant équivalant à 1 665 millions de dollars E.-U., en raison surtout d'interventions contre le dollar canadien menées en devises autres que le dollar américain. Le produit net des ventes d'or, les revenus sous forme d'intérêts, la réévaluation des réserves de devises autres que le dollar E.-U. et la progres-

bons a été maintenu à un niveau qui permet d'en préserver l'accès pour l'avenir. Les soldes de fin de mois se sont établis entre un sommet de 1 236 millions de dollars E.-U. en mars et un creux de 735 millions en septembre.

Les lignes de crédit renouvelables en dollars E.-U., qui permettent au gouvernement canadien d'accéder rapidement au marché américain du crédit bancaire à court terme, n'ont pas

été utilisées depuis 1986. À la fin de 1989, le plafond de la ligne de crédit auprès des banques canadiennes a été abaissé à 1 milliard de dollars E.-U., et celui de la ligne dont dispose le gouvernement auprès des autres banques, à 2 milliards de dollars E.-U. La renégociation, au début de 1990, des modalités des deux lignes de crédit s'est soldée par l'abaissement des commissions d'engagement et le report des échéances à 1995.

La mise aux enchères du solde quotidien des dépôts à vue du gouvernement, instaurée en 1989, a fortement modifié en 1990 la répartition du solde de ces dépôts entre les adhérents. En vertu de ce mécanisme, les adhérents présentent leurs soumissions, sous forme d'un écart négatif par rapport au taux de base des prêts bancaires, pour le pourcentage du solde quotidien des dépôts à vue qu'ils désirent obtenir chaque jour de la période de calcul des moyennes des réserves postérieure à l'adjudication. Le pourcentage obtenu par les adhérents parabancaires a diminué de façon constante pendant l'année, pour atteindre fin 1990 des niveaux assez bas.

Les accords de swap conclus au cours de l'année, dans le cadre du programme des swaps de taux d'intérêt sur le marché intérieur instauré en 1988 par le gouvernement canadien, ont porté sur 1 975 millions de dollars. Ces opérations étaient assorties d'échéances allant de 2 ans à 5½ ans environ. En vertu de ce programme, le gouvernement reçoit des autres parties contractantes des paiements d'intérêts à taux fixe qui contrebalanceront les intérêts sur l'encours de ses obligations à taux fixe. En contrepartie, il leur verse, sur des montants en principal équivalents, des intérêts qui varient en fonction du taux moyen entre le taux des acceptations bancaires à trois mois et celui des bons du Trésor à trois mois se maintenant au niveau généralement observé au cours de la dernière année, soit environ 13 points de base, le taux variable applicable aux intérêts que le gouvernement devra effectuer en vertu des swaps conclus se situera à environ 89 points de base au-dessous du taux des bons du Trésor à trois mois. Le montant total de l'encours de ces swaps était de 4 975 millions de dollars à la fin de l'année.

Le gouvernement a de plus conclu en 1990 une série de swaps de taux d'intérêt sur sa dette en devises, dans le but de mieux équilibrer le coût de ses engagements en monnaies étrangères et le rendement des actifs en devises correspondants qu'il tient dans le compte du Fonds des changes. En gros, il a échangé le taux fixe dont étaient assortis certains engagements contre un taux variable. Ainsi, le service de cette dette en devises évoluera en liaison plus étroite avec le rendement des actifs du Fonds des changes généralement assortis d'échéances courtes. En tout, le gouvernement a conclu avec un groupe de banques canadiennes et étrangères des swaps dans le cadre desquels des engagements à taux fixe totalisant 675 millions de dollars E.-U. et 60 milliards de yens ont été échangés contre des engagements à taux variable (établi en fonction du LIBOR appliqué au dollar E.-U. et au yen).

En avril 1990, le gouvernement canadien a vendu au gouvernement mexicain une émission obligataire spéciale de 8,4 millions de dollars. Cette émission, assortie d'un taux d'intérêt composé de 10,186 %, aura, à son échéance le 31 décembre 2019, une valeur de rachat de 162,5 millions de dollars. Le Mexique a utilisé cette émission pour garantir une partie de sa dette rééchelonnée auprès de banques internationales.

Comme l'indique la section suivante du présent rapport, le niveau des réserves de change est resté élevé en 1990, ce qui a permis au gouvernement de réduire sa dette en devises de 794 millions de dollars E.-U. Aucune nouvelle émission d'obligations en devises n'a été lancée. Des émissions d'obligations du gouvernement canadien d'un montant équivalant à 649 millions de dollars E.-U. ont été remboursées à l'échéance. Il s'agit entre autres d'émissions libellées en dollars E.-U. et en francs suisses et d'une petite émission de Canadair Limitée garantie par le gouvernement. De plus, des émissions du gouvernement canadien libellées en devises, représentant 145 millions de dollars E.-U., rachetées sur le marché en 1989 et au début de 1990 dans le cadre d'un programme d'achat sur le marché secondaire, ont été annulées au commencement de 1990.

Compte tenu du niveau élevé des réserves de change, le programme d'émission de bons du Canada n'a pas été utilisé dans le but essentiel d'obtenir de l'argent frais en 1990. Les bons du Canada sont des billets à court terme en dollars E.-U. qui sont émis sur le marché monétaire américain afin de donner au Canada accès à une source relativement peu onéreuse de dollars américains. Quoiqu'il n'ait pas été nécessaire d'utiliser cette source de financement en 1990 pour mener des opérations de change, l'encours des

des dépôts à vue du gouvernement, instaurée en 1989, a fortement modifié en 1990 la répartition du solde de ces dépôts entre les adhérents. En vertu de ce mécanisme, les adhérents présentent leurs soumissions, sous forme d'un écart négatif par rapport au taux de base des prêts bancaires, pour le pourcentage du solde quotidien des dépôts à vue qu'ils désirent obtenir chaque jour de la période de calcul des moyennes des réserves postérieure à l'adjudication. Le pourcentage obtenu par les adhérents parabancaires a diminué de façon constante pendant l'année, pour atteindre fin 1990 des niveaux assez bas.

Les accords de swap conclus au cours de l'année, dans le cadre du programme des swaps de taux d'intérêt sur le marché intérieur instauré en 1988 par le gouvernement canadien, ont porté sur 1 975 millions de dollars. Ces opérations étaient assorties d'échéances allant de 2 ans à 5½ ans environ. En vertu de ce programme, le gouvernement reçoit des autres parties contractantes des paiements d'intérêts à taux fixe qui contrebalanceront les intérêts sur l'encours de ses obligations à taux fixe. En contrepartie, il leur verse, sur des montants en principal équivalents, des intérêts qui varient en fonction du taux moyen entre le taux des acceptations bancaires à trois mois et celui des bons du Trésor à trois mois se maintenant au niveau généralement observé au cours de la dernière année, soit environ 13 points de base, le taux variable applicable aux intérêts que le gouvernement devra effectuer en vertu des swaps conclus se situera à environ 89 points de base au-dessous du taux des bons du Trésor à trois mois. Le montant total de l'encours de ces swaps était de 4 975 millions de dollars à la fin de l'année.

Le gouvernement a de plus conclu en 1990 une série de swaps de taux d'intérêt sur sa dette en devises, dans le but de mieux équilibrer le coût de ses engagements en monnaies étrangères et le rendement des actifs en devises correspondants qu'il tient dans le compte du Fonds des changes. En gros, il a échangé le taux fixe dont étaient assortis certains engagements contre un taux variable. Ainsi, le service de cette dette en devises évoluera en liaison plus étroite avec le

la proportion de l'encours de la dette intérieure représentée par des obligations négociables a augmenté pour s'établir à 44,9 %.

Pour la deuxième année consécutive, l'encours des obligations d'épargne du Canada a accusé une forte baisse; de 42,5 milliards de dollars qu'il était, il est tombé à 34,4 milliards en fin d'année. En 1987, il avait atteint un sommet de près de 54 milliards de dollars. Comme en 1989, cette chute tient principalement à l'ampleur des remboursements nets effectués au cours du premier semestre et aux ventes relatives ment faibles réalisées durant la campagne de vente de l'automne. Entre octobre 1989, date à laquelle a été annoncé le taux d'intérêt de 10½ % dont était assortie la nouvelle émission, et mai 1990, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté d'environ 150 points de base. Entre la fin novembre et les premiers jours de mai, environ 6 milliards de dollars d'obligations ont été présentées au remboursement. Le 15 mai, le ministre des Finances annonçait, pour la période de cinq mois commençant le 1^{er} juin, le relèvement d'un point de pourcentage du taux des obligations d'épargne du Canada, qui passait ainsi à 11½ %. À l'automne, les taux d'intérêt à court terme avaient accusé une forte baisse par rapport au sommet atteint fin mai, et le taux d'intérêt de l'émission d'obligations d'épargne du Canada de 1990, rendu public le 12 octobre, a été établi à 10¾ % pour la première année. Le produit brut des ventes s'est chiffré à 6,7 milliards de dollars, contre 9,3 milliards l'année précédente, et a été le plus faible enregistré depuis la campagne de 1980.

Le programme d'émission de bons du Trésor a procuré au gouvernement en 1990 environ 10,6 milliards de dollars d'argent frais de moins que l'année précédente. Deux facteurs principaux expliquent cette baisse. D'une part, l'émission de bons du Trésor sert habituellement à financer l'achat de devises et à faire face à un niveau exceptionnellement élevé de remboursements d'obligations d'épargne du Canada; or, les besoins de financement du gouvernement à ces égards ont été plus modestes qu'en 1989. D'autre part, le gouvernement s'est appliqué à augmenter la proportion de sa dette sous forme d'obligations négociables de façon à réduire

quelque peu les variations, d'une année à l'autre, des frais liés au service de sa dette. Comme l'indique le Tableau 2, la proportion de la dette sous forme d'obligations négociables a augmenté de deux points de pourcentage. Les bons du Trésor et les obligations d'épargne du Canada étant assortis de taux d'intérêt qui varient à court terme, la proportion de la dette sous ces deux formes a baissé de deux points de pourcentage.

Le montant recueilli au cours de l'année au moyen du programme d'émission de bons du Trésor a beaucoup fluctué, reflétant les variations mensuelles des besoins de financement. En janvier et en février, les besoins étant relativement peu élevés, l'encours des bons du Trésor a baissé. En août par contre, les achats de devises ont fortement accentué les besoins de financement, et le programme d'émission de bons du Trésor a permis de recueillir près de 6 milliards de dollars en chiffres nets. La capacité qu'a le gouvernement de varier la taille des adjudications hebdomadaires de bons du Trésor lui a en outre permis de maintenir le solde de ses dépôts — lesquels coûtent généralement plus cher qu'ils ne rapportent — au niveau minimum nécessaire pour répondre à ses besoins changeants. De plus, le gouvernement a émis davantage de bons du Trésor assortis d'échéances très courtes — la plus courte étant de 35 jours — pour combler les manques temporaires de sa trésorerie ou pour réduire la taille des adjudications hebdomadaires régulières. En tout, 22 émissions de ces bons de gestion de trésorerie ont été lancées en 1990 et ont permis de recueillir 24,0 milliards de dollars, contre 22,5 milliards en 1989 et 13,8 milliards en 1988.

Dans le but d'assurer une gestion efficace de sa trésorerie, le gouvernement procède aussi à des adjudications de ses dépôts à terme. Dans le cadre de ce programme institué en 1986, il adjuge aux soumissionnaires admissibles, c'est-à-dire les adhérents de l'Association canadienne des paiements, la portion excédentaire de ses liquidités quotidiennes, et ce, pour des échéances précises. En 1990, il s'est tenu en général quatre ou cinq adjudications par semaine; les montants adjugés se sont situés entre 200 millions et 2 000 millions de dollars, et les échéances des titres ont varié entre 1 et 11 jours.

La gestion de la dette publique et du Trésor

En sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, la Banque du Canada conseille celui-ci et lui fournit des services administratifs en matière de gestion de la dette publique et du Trésor. En 1990, l'encours de la dette intérieure de l'État s'est accru de 22,4 milliards de dollars, comme le montre le Tableau 1 ci-dessous. Contrairement à ce qui a été observé au cours des deux années précédentes, le gouvernement fédéral a eu beaucoup moins recours en 1990 à l'émission de bons du Trésor comme moyen de financement, et les émissions d'obligations négociables ont augmenté de façon marquée. Pour la deuxième année de suite, l'encours des obligations d'épargne du Canada a fortement baissé.

Au cours de l'année, 28 nouvelles émissions d'obligations négociables ont été lancées sur le marché intérieur (voir le Tableau 5 repro-

duit en annexe). Environ 66 % de la valeur nominale des nouvelles émissions ont été placés par voie d'adjudication, et le reste a été vendu à prix fixe par l'entremise d'un consortium financier de courtiers en valeurs mobilières et de banques. Les échéances des nouvelles obligations étaient réparties assez également entre le court, le moyen et le long terme, et la première émission assortie d'une échéance de 30 ans a été lancée. L'échéance moyenne des nouvelles émissions s'établissait à 9 ans et 10 mois, contre 9 ans et 2 mois en 1989, et l'échéance moyenne des obligations en circulation s'est un peu allongée, passant de 7 ans et 8 mois à 7 ans et 10 mois. L'échéance moyenne de la portion de la dette intérieure constituée de titres négociables (obligations et bons du Trésor), qui était de 4 ans en 1989, s'est légèrement accrue pour s'établir à 4 ans et un mois. Comme l'indique le Tableau 2,

Tableau 1					
Variations de l'encours des titres en dollars canadiens du gouvernement canadien entre 1986 et 1990					
Milliards de dollars (valeur nominale)					
	1986	1987	1988	1989	1990
Bons du Trésor	+ 10,3	+ 4,5	+ 20,9	+ 25,5	+ 14,9
Obligations négociables	+ 11,3	+ 11,2	+ 11,0	+ 9,9	+ 15,6
Obligations d'épargne du Canada	- 4,3	+ 8,6	- 0,5	- 10,8	- 8,1
Total	+ 17,3	+ 24,3	+ 31,4	+ 24,6	+ 22,4
Tableau 2					
Répartition de la dette					
	1986	1987	1988	1989	1990
Bons du Trésor	33,9 %	32,3 %	36,4 %	42,2 %	43,9 %
Obligations négociables	44,1 %	44,3 %	43,2 %	42,9 %	44,9 %
Obligations d'épargne	22,0 %	23,4 %	20,4 %	14,9 %	11,2 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

En 1990, la Banque a fréquemment mis à contribution chacune de ces techniques. Durant tout le printemps, les opérations quotidiennes de gestion des encaisses se sont soldées par des pressions à la hausse sur les taux du marché monétaire, hausse qui a été renforcée par des ventes nettes de bons du Trésor et des cessions en pension. Depuis, les opérations de la Banque du Canada sur le marché monétaire ont visé à encourager un repli ordonné des taux d'intérêt à court terme. Des attentes d'une baisse trop rapide des taux se sont à l'occasion formées sur le marché, et la Banque est intervenue vigoureusement pour ralentir le mouvement. Pendant le deuxième semestre, le taux du financement à un jour a presque toujours été maintenu bien au-dessus du taux des bons du Trésor à trois mois, et la Banque a souvent vendu de ces titres sur le marché. Les coûts élevés du financement à un jour ont incité les courtiers en valeurs mobilières qui sont des agents agréés du marché monétaire à conclure de nombreuses prises en pension. Le taux du financement à un jour a parfois atteint des niveaux plus élevés que ceux visés par la Banque et celle-ci a eu recours à des prises en pension spéciales pour modérer la hausse. Sur l'ensemble de l'année, les ventes nettes de bons du Trésor aux courtiers en valeurs mobilières et aux banques ont totalisé 12 milliards de dollars environ (voir le Tableau 3 reproduit en annexe). Les agents agréés du marché monétaire ont eu recours aux prises en pension ordinaires à 140 reprises et ont eu accès à des prises en pension spéciales à 48 occasions; 22 cessions en pension ont été offertes et 15 ont trouvé preneur (voir le Tableau 4 présenté en annexe).

La Banque effectue aussi des opérations sur titres qui ne sont pas dictées par des objectifs

liés à l'évolution des taux d'intérêt. Elle procède à des ventes ou à des achats de titres du gouvernement canadien, des bons du Trésor principalement, pour des raisons relatives à son bilan ou pour le compte de ses clients (banques centrales, agences du gouvernement canadien et organismes internationaux). En 1990, le montant net des achats de bons du Trésor que la Banque a effectués lors d'adjudications s'est élevé à 20,5 milliards de dollars environ. Toutefois, elle a vendu plus de 8,5 milliards de dollars de ces titres aux agences du gouvernement canadien et à d'autres clients. Compte tenu du montant des titres vendus sur le marché aux courtiers en valeurs mobilières et aux banques, le portefeuille de bons du Trésor de la Banque s'est contracté de 550 millions de dollars au cours de l'année (voir le Tableau 3 reproduit en annexe). Les opérations de la Banque sur le marché obligataire ont été extrêmement réduites, le montant des achats de nouvelles obligations ayant été généralement inférieur à celui des titres venant à échéance. Les opérations menées sur ce marché pour le compte de clients ou avec des courtiers en valeurs mobilières et des banques ont elles aussi été plutôt rares.

Les avances que la Banque octroie aux adhérents de l'ACP constituent un autre type d'opération sur le marché monétaire qui influence son bilan. Il arrive que les comptes que les adhérents tiennent à la Banque du Canada affichent des manques. Lorsque cela se produit, celle-ci accorde un prêt à un jour à l'institution concernée. Le Tableau 4 présenté en annexe donne les moyennes de l'encours de ces avances en 1990. Les chiffres comprennent la part non remboursée des avances spéciales consenties en 1985 à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque, soit 29,6 millions de dollars.

Dans la mise en œuvre de sa politique monétaire, la Banque du Canada fait appel à diverses techniques pour influencer sur les taux d'intérêt à court terme. La plus importante de ces techniques est l'ajustement quotidien du volume global des encaisses que les banques à charte et les autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements (ACP) tiennent dans leurs comptes de dépôt à la Banque du Canada. La Banque règle chaque jour l'offre d'encaisses en vue d'amener les taux d'intérêt à un jour — c'est-à-dire les taux auxquels les banques rémunèrent les dépôts à un jour et les taux auxquels empruntent au jour le jour les courtiers en valeurs mobilières pour financer leurs stocks de titres du marché monétaire — à évoluer dans une fourchette appropriée. Selon que l'offre d'encaisses est supérieure ou inférieure au niveau désiré par les banques et les autres institutions financières, le loyer de l'argent à un jour s'inscrita généralement en baisse ou en hausse. Le Tableau 2 qui est reproduit en annexe montre le montant minimal de dépôts que les banques doivent tenir à la Banque du Canada en guise de réserves-encaisse et le niveau moyen effectif de ces dépôts pour chaque période de calcul des moyennes en 1990. Ce tableau donne également le montant des soldes de règlement des autres adhérents de l'ACP.

Les opérations entre la Banque et les participants du marché monétaire peuvent aussi influencer l'évolution des taux à un jour. La prise en pension d'effets est la plus courante de ces opérations. Entreprise à l'initiative de certains courtiers en valeurs mobilières désignés, elle consiste dans l'achat, par la Banque, de bons du Trésor ou d'obligations à court terme du gouvernement que ces courtiers conviennent de racheter ensuite, généralement le lendemain, à un prix fixé au préalable. Les courtiers désignés (qui sont des agents agréés du marché monétaire) sont habilités à conclure des prises en pension, rémunérées au taux d'escompte, jusqu'à concurrence de montants établis à l'avance. Ceux-ci n'étant pas considérables au regard des besoins de financement quotidiens des courtiers, les pensions peuvent être considérées comme une source de financement de dernier recours qui est utilisée lorsque les sources habituelles sont trop onéreuses. La Banque peut aussi intervenir directement pour réduire le coût du financement à un jour en prenant l'initiative d'opérations de pension dont elle fixe elle-même le montant et le taux de rémunération. Ces opérations sont appelées prises en pension spéciales, et leur montant dépasse souvent la limite établie pour les prises en pension ordinaires. Les courtiers en valeurs mobilières qui sont des agents agréés du marché monétaire et certaines banques à charte désignées (qui ont aussi le statut d'agent agréé du marché monétaire) sont habilités à conclure des prises en pension spéciales avec la Banque. Celle-ci a aussi recours à une autre technique, la cession en pension, pour agir sur le taux du financement à un jour. Cette opération est l'inverse de la prise en pension spéciale, en ce sens qu'elle permet à la Banque de contre les pressions inopportunes à la baisse qui peuvent s'exercer sur les taux à un jour. Dans ce cas-ci, la Banque offre à des banques à charte de leur vendre des titres du gouvernement canadien à un taux arrêté par elle, en s'engageant à les racheter le lendemain.

Ces interventions destinées à influencer le coût du financement à un jour ont des répercussions sur toute la structure des taux d'intérêt à court terme. La Banque peut toutefois agir de façon plus directe sur ces taux en effectuant sur le marché monétaire des achats ou des ventes de bons du Trésor assortis habituellement d'une échéance de trois mois environ. Le rendement des bons du Trésor à trois mois revêt une importance particulière parce qu'il sert à déterminer chaque semaine le taux officiel d'escompte.

Les événements survenus récemment

dans le golfe Persique ont contribué eux aussi à accentuer les problèmes de déséquilibre des paiements que connaissent un certain nombre de pays en développement, renforçant par le fait même la nécessité d'une aide internationale

concertée. En plus d'être touchés par le renchérissement des importations de pétrole, certains pays ont vu baisser leurs revenus au titre du

transport maritime ainsi que les envois de fonds des travailleurs, de plus, ils ont aussi perdu une partie de leurs marchés d'exportation en raison des sanctions imposées par les Nations Unies à l'Iraq. Le FMI et la Banque mondiale ont réagi à cette situation en modifiant les programmes existants de manière à pouvoir octroyer, à un rythme accéléré et pour des montants plus élevés, des prêts conditionnels aux pays admissibles.

Un autre événement important sur le plan

institutionnel en 1990 a été la neuvième reconstitution des ressources de l'Association internationale de développement (IDA), organisme affilié à la Banque mondiale. L'IDA finance à même ses ressources les prêts à caractère concessionnel qu'elle accorde aux pays pauvres dans le cadre de programmes visant la diminution de la pauvreté, la mise en œuvre de réformes d'ordre macroéconomique et structurel et la protection de l'environnement. En outre, les pays membres de la Banque mondiale ont convenu de créer le Fonds pour l'environnement mondial, qui fournira des subventions ou des prêts concessionnels

Les crédits-relais

l'environnement.

aux pays en développement afin de les aider à

mettre en place des programmes de protection de

l'environnement.

La Banque du Canada, avec le consente-

ment du ministre des Finances, a participé avec

les autorités monétaires d'autres pays industriels

à trois ententes visant à accorder des crédits-

relais en 1990. Les parts souscrites par le

Canada dans le cadre d'opérations multilatérales

au profit du Venezuela, de la Guyane et de la

Hongrie étaient respectivement de 13 millions,

de 31,75 millions et de 5 millions de dollars

E.-U. Dans chacun des cas, les crédits octroyés

étaient liés à un programme d'ajustement écono-

mique implanté avec le concours du FMI et de la

Banque mondiale. Les prêts ont été remboursés

entièrement à leur échéance ou avant celle-ci.

L'entente concernant la Guyane revêt une impor-

tance particulière, car c'est la première entente

issue du nouvel effort international de concentra-

tion visant à trouver une solution au problème

des arriérés sur les prêts consentis par les institu-

tions financières internationales. Le Canada a

présidé le groupe de soutien multilatéral qui a

aidé la Guyane à rembourser ses arriérés et à

normaliser ses relations avec les organismes

internationaux. Deux crédits-relais octroyés en

1989, l'un au Mexique, l'autre à la Pologne, ont

aussi été remboursés intégralement en 1990.

trouver des façons d'alléger le fardeau des pays qui sont surtout endettés vis-à-vis des organismes officiels. Ces derniers ont négocié pour la première fois en 1990 des conditions de paiement particulières avec des pays très pauvres situés à l'extérieur du continent africain, et ils ont accepté que soit rééchelonné sur de plus longues périodes le remboursement des prêts officiels accordés aux pays dont les revenus sont inférieurs à la moyenne. Les pays créditeurs ont aussi convenu d'envisager certains projets de réduction de l'endettement officiel comportant des conversions de dettes en prises de participation et certaines initiatives visant la protection de l'environnement. D'autres mesures sont également à l'étude.

L'Europe centrale, l'Europe de l'Est et l'U.R.S.S.¹

Après avoir piétiné durant plusieurs années, les économies planifiées de l'Europe centrale, de l'Europe de l'Est et de l'U.R.S.S. ont été durement secouées en 1990, les mécanismes économiques traditionnels connaissant des ratés ou cessant tout bonnement de fonctionner. Un certain nombre d'entre elles se sont lancées dans d'ambitieux programmes de réforme économique reflétant l'acceptation graduelle des règles du marché et une plus grande ouverture à la concurrence. La mise en œuvre des réformes a toutefois été difficile, la marche à suivre ne faisant pas l'unanimité. Ces pays ont aussi souffert de l'écèlement des ententes relatives au commerce régional, des perturbations de la production de pétrole en Union soviétique, de la hausse des cours mondiaux du pétrole et des restrictions sur les échanges commerciaux découlant de la crise du golfe Persique. En conséquence, leur production a accusé une forte baisse pendant l'année.

Les taux d'inflation enregistrés dans cette région du monde ont beaucoup varié d'un pays à l'autre. La rigueur des politiques économiques appliquées en Pologne et en Yougoslavie a donné

¹ Le classement des pays de cette région du monde étant quelque peu flottant, il a été décidé, aux fins du présent rapport, que l'Europe centrale et l'Europe de l'Est comprennent la République fédérative tchèque et slovaque (Tchécoslovaquie), la Hongrie, la Pologne, la Bulgarie, la Roumanie et la Yougoslavie.

Les institutions financières internationales

Les exigences continues découlant de la stratégie internationale de la dette, les spectaculaires revirements de situation en Europe centrale, en Europe de l'Est et en U.R.S.S. de même que la crise du golfe Persique ont fait de 1990 une année très chargée pour le FMI et la Banque mondiale. En mai, les pays membres du FMI ont autorisé un relèvement global de 50 % du capital de l'institution; il reste maintenant à leurs gouvernements à ratifier les hausses des quotes-parts qui en résultent. Grâce à cet accroissement de son capital, le FMI pourra continuer de jouer un rôle de premier plan dans les activités financières internationales au cours des prochaines années, en soutenant par exemple sur les plans financier et technique les réformes entreprises en Europe centrale et en Europe de l'Est. La Tchécoslovaquie et la Bulgarie sont devenues membres du FMI et de la Banque mondiale en 1990, suivant en cela l'exemple de la Hongrie, de la Pologne et de la Roumanie.

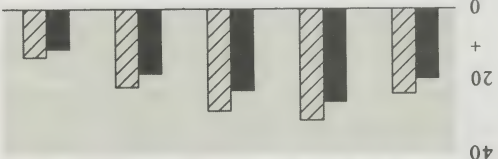
Les grands pays industriels octroient une aide technique aux nations de cette région soit directement, soit par le truchement d'interventions multilatérales menées sous les auspices du FMI, de la Banque mondiale et de l'Organisation de coopération et de développement économiques. Ils ont aussi participé, avec d'autres Etats, à la création de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement, un nouvel organisme dont la fonction est de promouvoir le développement du secteur privé chez ses membres d'Europe centrale et d'Europe de l'Est.

lieu à un ralentissement sensible de l'inflation au premier semestre de l'année, bien que celle-ci ait regagné du terrain au second semestre. Les politiques monétaires assez restrictives qui ont été mises de l'avant en Hongrie et en Tchécoslovaquie ont aussi contenu la poussée inflationniste due à la suppression des subventions et au renchérissement du pétrole. Par contre, le fait que les demandes de crédit en Union soviétique, en Bulgarie et en Roumanie ont continué d'être automatiquement satisfaites par les autorités monétaires a contribué à aggraver l'inflation dans ces pays.

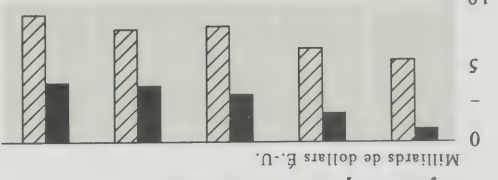
Balance commerciale et balance courante
des pays en développement



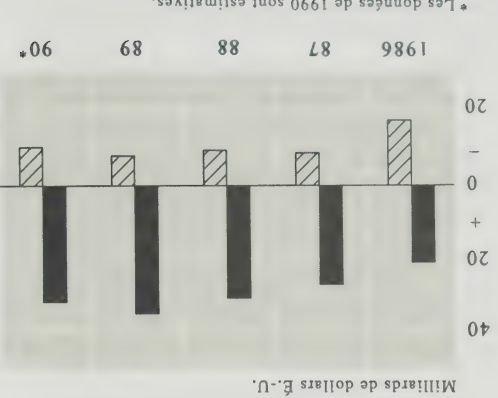
Economies nouvellement industrialisées



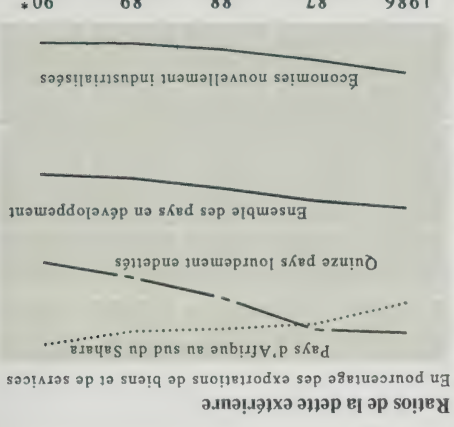
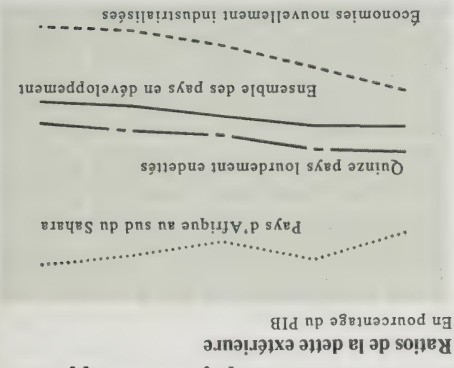
Pays d'Afrique au sud du Sahara



Quinze pays lourdement endettés



Endettement extérieur des pays en développement

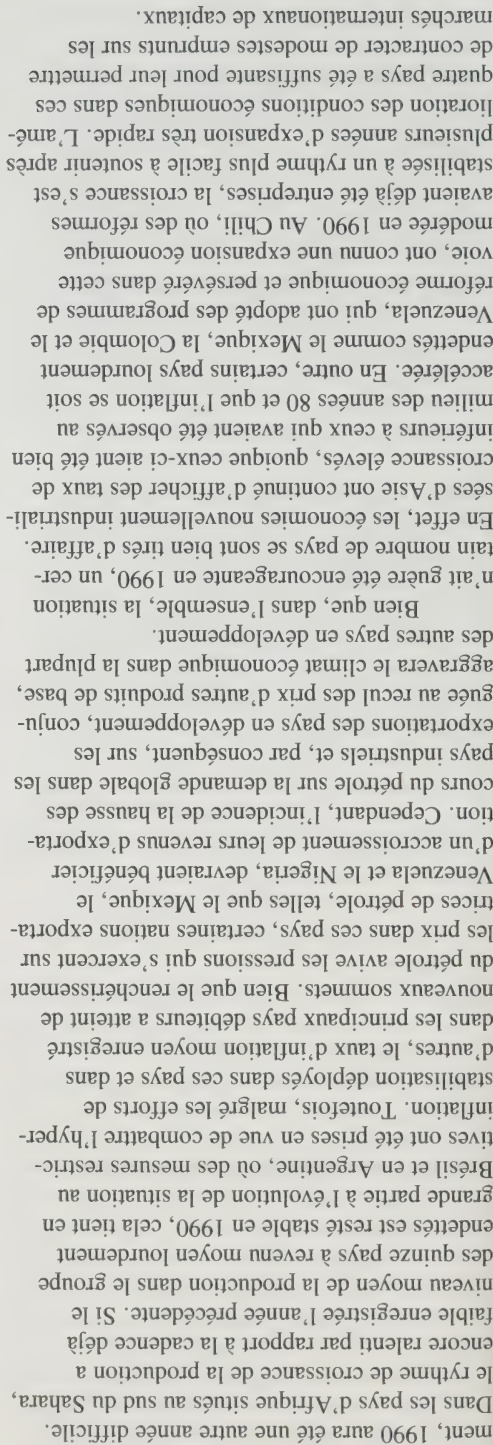


L'amélioration de la conjoncture économique et la diminution des ratios de la dette extérieure observées dans quelques-uns des principaux pays créditeurs pourraient aussi être attribuées aux nouvelles initiatives lancées dans le cadre de la stratégie internationale de la dette. Le Mexique, les Philippines, le Costa Rica, le Venezuela et l'Uruguay ont conclu, avec leurs créanciers bancaires, des ententes visant la réduction de l'encours et du service de leur dette en vertu des programmes d'ajustement économique négociés avec le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale. L'élargissement de la stratégie internationale de la dette opéré l'an dernier devrait permettre la réalisation de progrès additionnels dans le dénouement de la crise de l'endettement. Par exemple, on s'attache de plus en plus à l'heure actuelle à

* Les données de 1990 sont estimatives.

* Les données de 1990 sont estimatives.

Les pays en développement

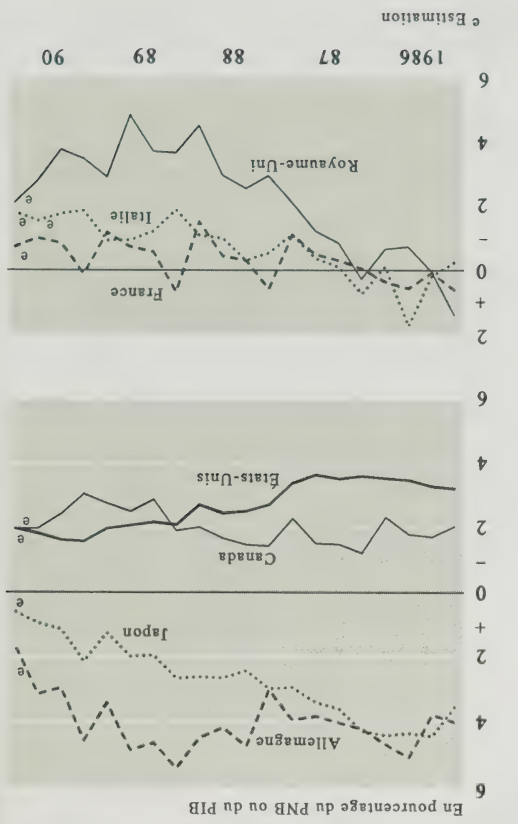


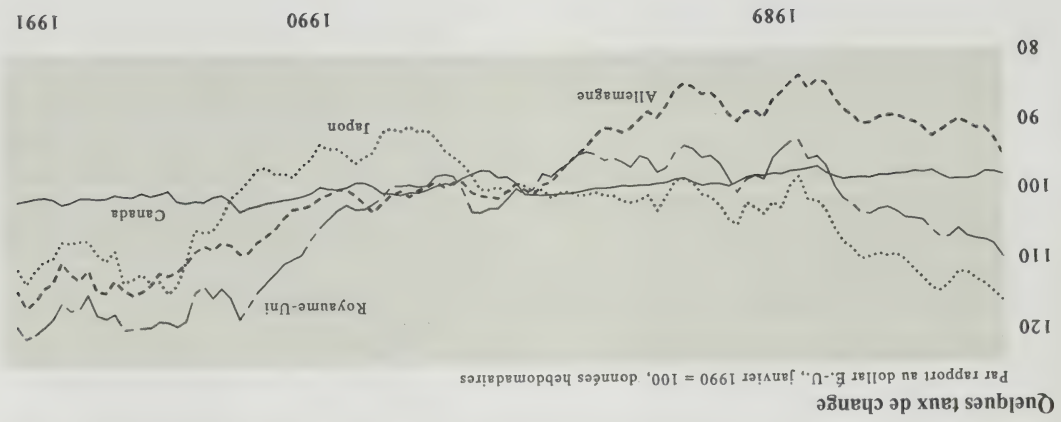
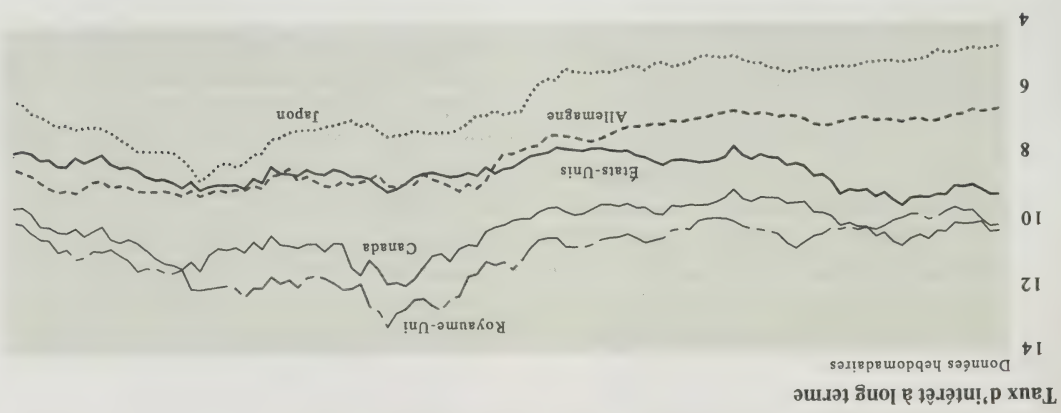
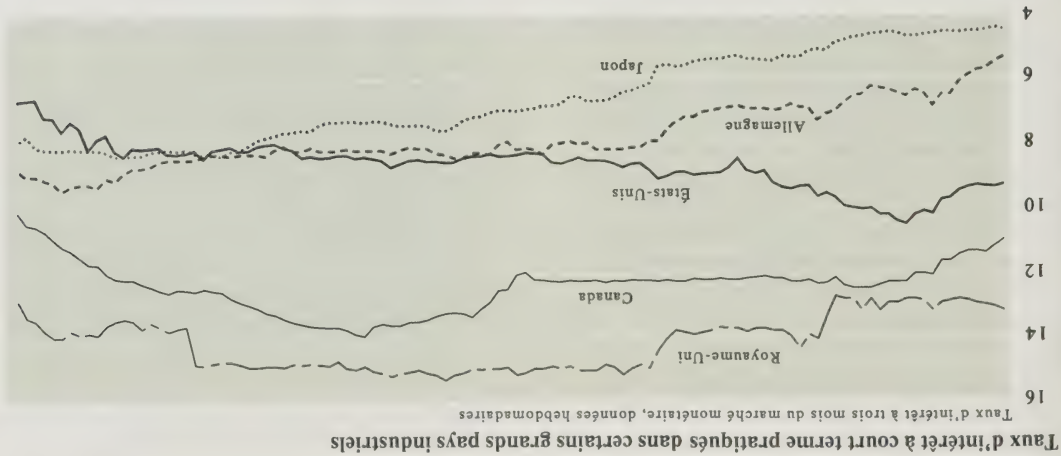
tient en bonne partie à l'accroissement attendu de la demande de capitaux à l'échelle mondiale, compte tenu des événements survenus en Allemagne orientale en particulier mais aussi en Europe centrale et en Europe de l'Est, au moment où la forte expansion de la demande intérieure au Japon et en Allemagne risque fort de réduire le montant net de l'épargne pouvant être placée à l'étranger. L'incertitude accrue quant à l'évolution globale de l'inflation pourrait aussi avoir alimenté la hausse des taux d'intérêt à long terme. Ceux-ci ont toutefois fléchi dans la plupart des grands pays vers la fin de l'année 1990 et au début de 1991, dans le sillage d'une baisse des taux à long terme américains. Les cours des actions se sont repliés de façon marquée en 1990 dans tous les grands pays industriels, phénomène qui s'est accompagné dans certains cas d'un recul des prix dans l'immobilier. Cette évolution a suscité des craintes dans quelques pays quant à la vulnérabilité possible des systèmes financiers à un nouveau tassement de l'activité économique; son incidence sur le comportement des ménages et des entreprises en matière de dépense a aussi été une source de préoccupations.

Un certain nombre de facteurs se sont conjugués au cours de 1990 pour favoriser un ajustement des déséquilibres des balances extérieures entre les grands pays industriels. Au premier rang de ces facteurs venaient les positions conjoncturelles respectives des économies, à savoir une demande intérieure forte au Japon et en Allemagne occidentale et plutôt faible aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Canada. En outre, vers la fin de l'année, la hausse des cours mondiaux du pétrole a commencé à se répercuter sur les balances extérieures, comprimant les excédents du Japon et de l'Allemagne, tout en aggravant le déficit des Etats-Unis. La dépréciation du dollar américain par rapport au yen et au mark allemand au deuxième semestre devrait donner un nouvel élan à la demande d'importations au Japon et en Allemagne et freiner les exportations en provenance de ces deux pays. Il est à prévoir que la réunification des deux Allemagnes, devenue officielle en octobre 1990, aura aussi des incidences sur le profil des déséquilibres extérieurs. On s'attend en effet à ce que la réunification stimule encore davantage la demande intérieure en Allemagne et contribue à

une nouvelle contraction de l'excédent commercial de ce pays, entraînant du même coup une réduction des déficits commerciaux d'autres pays. Les arrangements monétaires dont se dotera l'Europe ont continué, en 1990, de dominer les discussions relatives à l'intégration économique européenne. Des progrès concrets ont été accomplis dans la voie de l'union monétaire, grâce à l'adoption par l'Italie, en début d'année, d'une fourchette de fluctuation plus étroite pour la lire au sein du mécanisme de change du Système monétaire européen et à l'entrée officielle en octobre de la livre sterling dans le mécanisme de change. Les membres de la Communauté européenne ont enclenché formellement en décembre le processus d'élaboration des caractéristiques institutionnelles d'une future banque centrale européenne.

Balance courante





L'évolution internationale

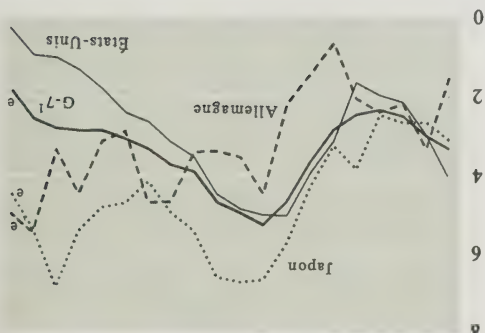
Les grands pays industriels

Dans l'ensemble, la décélération du rythme de l'activité économique dans les grands pays industriels s'est poursuivie en 1990; les résultats économiques enregistrés ont néanmoins beaucoup varié d'un pays à l'autre. L'activité s'est nettement ralentie aux États-Unis, au Canada et au Royaume-Uni, où les pressions inflationnistes avaient suscité une réaction relativement ferme de la part des autorités monétaires. Maintenant que les conditions de la demande se sont considérablement détendues dans ces trois pays, les pressions inflationnistes sous-jacentes semblent se résorber. En revanche, au Japon et en Allemagne, la croissance de la dépense s'est accélérée, sous l'effet de la vigueur persistante de la demande intérieure et, dans le cas de l'Allemagne, de l'augmentation des dépenses publiques liée à l'unification du pays. Les taux élevés d'utilisation des capacités de production continuent d'exercer des pressions à la hausse sur les prix dans ces deux pays. Au second semestre, l'accroissement des prix à la consommation a été accentué par le renchérissement du pétrole sur les marchés mondiaux, provoqué par la crise du golfe Persique. Le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient au début de 1991 a rendu très incertaines les perspectives d'évolution à court terme du cours du pétrole et de l'inflation dans tous les pays.

Les mouvements enregistrés par les taux de change et les taux d'intérêt en 1990 s'expliquent par l'évolution divergente de la dépense et de la production dans les grands pays industriels. En effet, les taux d'intérêt à court terme ont baissé aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada, où les pressions de la demande affichaient de nets signes de ralentissement, mais ils ont monté au Japon et en Allemagne, où les pressions inflationnistes se sont intensifiées. Cette combinaison de facteurs a fait fléchir le rendement relatif des avoirs libellés en dollars

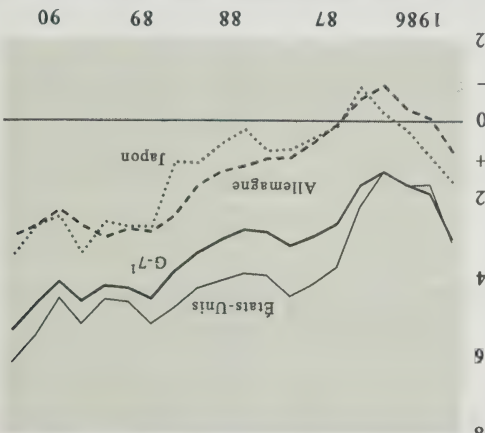
Production dans les sept grands pays industriels¹

Taux de variation d'une année à l'autre



Prix à la consommation

Taux de variation d'une année à l'autre



1. États-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie et Canada : chiffres pondérés par le PIB ou le PNB de 1987

e Estimation

E.-U. et a entraîné un repli de la devise améri- caine par rapport à la plupart des autres grandes monnaies, surtout durant le deuxième semestre de l'année. Au premier semestre de 1990, les taux d'intérêt à long terme ont fortement augmenté dans la plupart des pays. Cette augmentation

gant les échéances prévues dans le calendrier recommandé par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. À cet égard, les six grandes banques du pays ont atteint le ratio minimal intermédiaire des fonds propres aux avoirs pondérés en fonction des risques, soit 7,25 %, auquel elles devaient se conformer avant la fin de 1990. Qui plus est, elles ont dépassé le ratio de 4 % du noyau de fonds propres qu'elles devaient atteindre avant la fin de 1992. Certaines de ces banques se sont en outre déjà conformées, avant l'échéance de 1992, à la norme de 8 % établie pour l'ensemble des fonds propres.

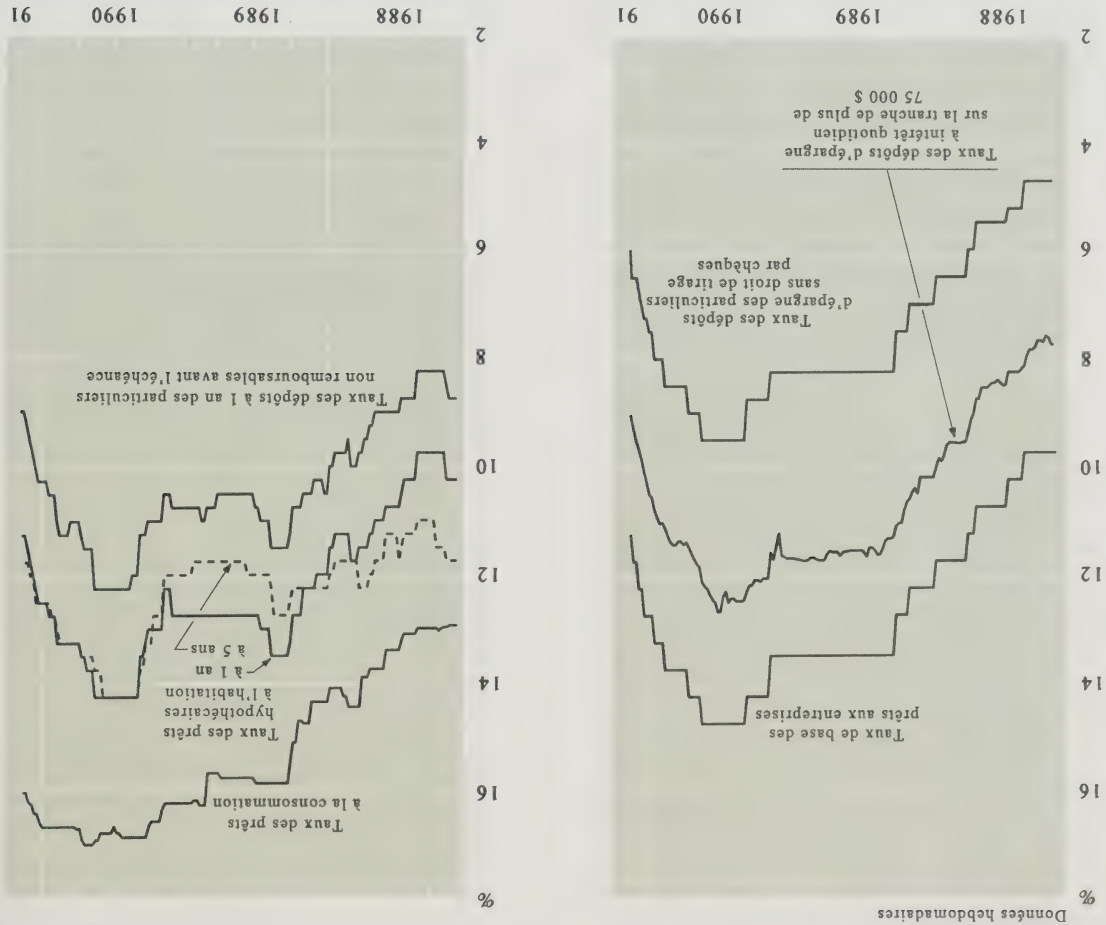
Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire note dans son document de juillet 1988 intitulé *La convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres* qu'il entend explorer les méthodes possibles d'incorporation des risques de marché dans le dispositif de mesure des normes de fonds propres en fonction des risques, lequel a surtout tenu compte jusqu'ici du risque de crédit. Au cours des deux dernières années, le Comité a réalisé des progrès considérables dans l'élaboration d'une approche concertée en matière de mesure des risques (risque de change, risque de position et risque de taux d'intérêt). Le Comité se penche aussi sur des propositions visant à clarifier la définition des fonds propres et à améliorer la qualité des fonds propres des banques internationales.

La pertinence des recommandations du rapport ne se limite pas aux paiements internationaux et aux marchés des changes, les normes minimales constituant aussi un point de départ utile à l'évaluation des procédures de gestion des risques associées à la compensation et au règlement d'autres transactions financières.

Sur le plan législatif, les textes remaniés de la *Loi sur les sociétés de fiducie et de prêt* et de la *Loi sur les banques* ont été déposés au Parlement à l'automne. Les lois régissant les compagnies d'assurance et les coopératives de crédit ainsi que d'autres lois connexes seront également révisées. Elles englobent les principaux éléments de la politique nationale relative au nouveau cadre législatif des institutions financières à charte fédérale. En vertu des nouvelles lois, les banques à charte ne seront plus obligées de tenir des réserves en contrepartie de leur passif-dépôts. Cette modification n'influera aucunement sur la capacité de la Banque de mettre en œuvre la politique monétaire, mais les aspects techniques de la conduite au jour le jour de cette dernière devront être modifiés en conséquence. La Banque publiera incessamment un autre document de travail sur cette question et continuera d'agir en concertation avec les principales institutions financières au sujet du fonctionnement du nouveau système.

Les grandes banques canadiennes ont continué d'accroître leurs fonds propres, devan-

Quelques taux d'intérêt des banques



compensation et de règlement des opérations sur titres que contient le rapport du groupe des Trente.

La Banque des Règlements Internationaux a publié en novembre 1990 le *Rapport du Comité sur les systèmes de compensation inter-bancaires des banques centrales des pays du groupe des Dix*. Ce comité, auquel siègeait un représentant de la Banque du Canada, a examiné l'apport aux systèmes de compensation des ordres de paiement interbancaires et des opérations de change. Il recommande des normes minimales en ce qui concerne la conception et le fonctionnement de tels systèmes afin que soit garantie la gestion prudente du risque de crédit et du risque de liquidité et propose un cadre de

domaines. La Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée (CDS) et les pouvoirs publics étudient actuellement les mécanismes de réduction des risques et les autres questions de politiques. Avec la collaboration de la Banque et d'autres institutions financières, la CDS a jusqu'ici immobilisé 74 % de l'encours des obligations du gouvernement canadien. Par ailleurs, la conception d'un nouveau système de compensation et de règlement de la plupart des transactions sur titres de dette et titres du marché monétaire se poursuit. Parallèlement, des progrès considérables ont été accomplis par les comités constitués au Canada, et auxquels siège la Banque, pour étudier l'applicabilité des recommandations relatives aux mécanismes de

L'évolution du taux de rendement des obligations de

prêts à la consommation a été nettement marquée au début de l'année 1991, son augmentation a été moins marquée que celle des autres taux et sa diminution a été moindre par la suite.

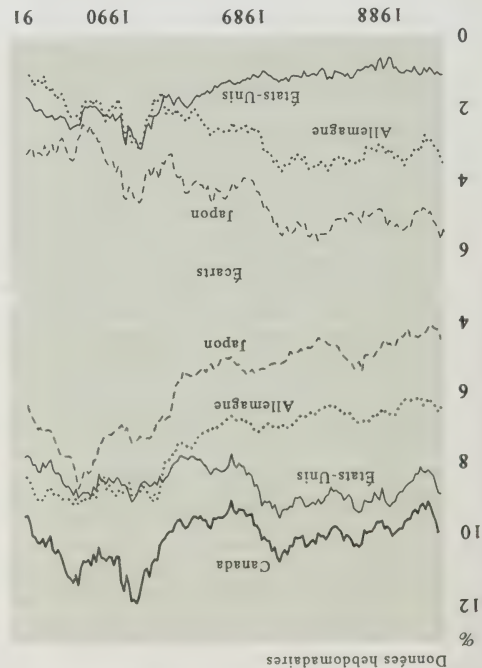
Au cours des deux premiers mois de 1991, le niveau des taux d'intérêt à court terme a fléchi d'environ 1 1/2 point de pourcentage, entraînant une diminution de 1 1/2 point du taux de base des prêts bancaires. Les taux à long terme ont baissé d'environ un demi-point et l'écart qu'ils affichaient par rapport aux taux américains correspondants s'est rétréci à près de 1/4 point de pourcentage. Quant au dollar canadien, il s'est légèrement raffermi pendant cette période.

Autres aspects de l'évolution financière

En 1990, la Banque du Canada a continué d'accorder son concours aux travaux de remaniement des systèmes canadiens de compensation et de règlement. Ces travaux visent à réduire les risques inhérents à ces systèmes et à en accroître l'efficacité et la sécurité tant pour ceux qui les utilisent que pour ceux qui les exploitent. Les questions en jeu sont complexes; mais, au-delà de cette complexité, il est capital que les participants soient incités à déterminer et à réduire les risques qu'ils encourent et qu'ils soient en mesure de le faire. Les autres questions touchent à la répartition des risques, à l'accèsibilité des systèmes et à la surveillance exercée par les pouvoirs publics.

La Banque collabore avec l'Association canadienne des paiements à l'étude du projet de mise sur pied d'un système de transfert de paiements de grande valeur. L'implantation d'un tel système devrait, en plus de réduire le risque systémique, présenter des avantages considérables comme la certitude de règlement pour les institutions financières et la finalité des paiements le même jour pour les usagers du système des paiements. On entend tirer les mêmes avantages des mécanismes de compensation et de règlement des opérations sur titres et sur devises. Les travaux relatifs aux dispositifs de compensation et de règlement des opérations sur titres ont progressé dans un certain nombre de

Taux de rendement des obligations à 10 ans des gouvernements canadien et étrangers

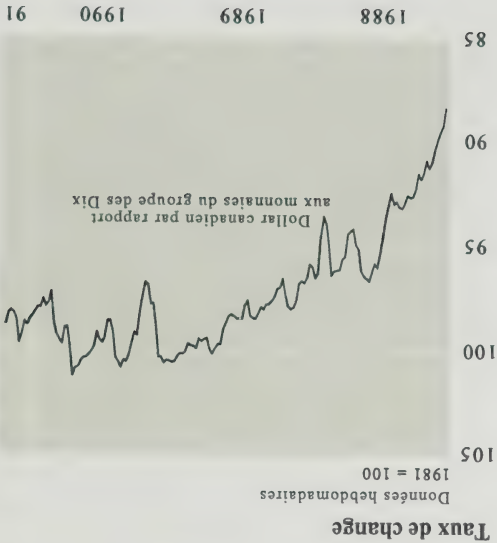


tions des gouvernements des deux pays, qui s'établissait à moins de 1/2 point de pourcentage à la fin de 1989, s'est creusé à plus de 2 points. L'élargissement de cet écart au moment où le taux d'inflation devenait moins élevé au Canada qu'aux États-Unis témoigne en partie de l'incertitude accrue engendrée par la situation politique au pays et en partie de l'engouement que la situation internationale a suscité pour les titres américains. Dans l'ensemble, l'évolution des taux administrés a suivi de près celle des taux du marché pour les échéances correspondantes. Les banques à charte ont relevé le taux de base de leurs prêts aux entreprises de 1/4 point de pourcentage au premier semestre sous l'influence de l'augmentation des taux à court terme, puis l'ont rabaisé de 2 points au second semestre, pour le porter à 12 3/4 % à la fin de l'année. Les taux des prêts hypothécaires ont affiché un profil assez similaire, accusant toutefois au début de l'année une augmentation plus prononcée, qui reflète

Taux d'intérêt à court terme au Canada et aux États-Unis



Canada a tenté d'encourager une légère diminution des taux d'intérêt à court terme au pays dès le début de 1990. Cette tentative s'est heurtée à l'augmentation des taux d'intérêt sur les marchés internationaux des capitaux et elle a fait entrevoir la possibilité d'un retrecissement prononcé des écarts entre les taux canadiens et étrangers, ce qui a déclenché une chute précipitée du dollar canadien et provoqué un redressement marqué des taux d'intérêt à court terme. Au début, l'augmentation des taux à court terme a contrebalancé l'influence expansionniste de la dépréciation du dollar canadien sur la demande globale, mais étant donné les signes que cette dernière demeurait vigoureuse et la persistance des pressions inflationnistes au pays, la Banque ne s'est pas opposée à un raffermissement continu des taux d'intérêt même après que le dollar se soit redressé. Au deuxième trimestre, les inquiétudes soulevées par la perspective d'un échec de l'Accord du lac Meech sont venues exercer de nouvelles pressions à la baisse sur le dollar et des pressions concomitantes à la hausse sur les taux d'intérêt. Par la suite, le ralentissement de



La hausse des taux à long terme a toutefois été sensiblement plus prononcée au Canada qu'aux États-Unis, et l'écart entre les taux des obligations de rendement des obligations à long terme a accusé en 1990 une forte augmentation, imputable principalement à la montée généralisée des taux d'intérêt à long terme qu'ont produite sur les marchés mondiaux des capitaux un certain nombre de facteurs, dont la vigueur de l'activité économique outre-mer, notamment au Japon et en Allemagne, les perspectives d'une augmentation de la demande de capital provenant de la libéralisation des économies de l'Europe de l'Est et la crise du golfe Persique.

Bien qu'il ait fait l'objet de fluctuations prononcées pendant l'année, le dollar canadien cotait 0,8621 dollar E-U à la fin de 1990, à peu près son taux de clôture à la fin de l'année précédente. Par rapport à une moyenne pondérée des monnaies du groupe des Dix, il s'est déprécié d'environ 2 %.

Le taux de rendement des obligations à long terme a accusé en 1990 une forte augmentation, imputable principalement à la montée généralisée des taux d'intérêt à long terme qu'ont produite sur les marchés mondiaux des capitaux un certain nombre de facteurs, dont la vigueur de l'activité économique outre-mer, notamment au Japon et en Allemagne, les perspectives d'une augmentation de la demande de capital provenant de la libéralisation des économies de l'Europe de l'Est et la crise du golfe Persique.

L'avoir propre des entreprises non financières, il a continué d'augmenter en 1990, mais, compte tenu du recours modéré à l'endettement dans le financement de l'expansion récente, il demeure plus faible qu'il ne l'était en 1985 au moment de la relance de l'investissement. Toutefois, vu la contraction des bénéfices des entreprises et la montée des coûts en intérêts, la proportion des paiements d'intérêts par rapport à ces bénéfices se situe maintenant à son niveau le plus élevé depuis 1983.

La détérioration des conditions économiques a incité les institutions financières à se montrer plus circonspectes dans l'octroi de prêts ou de lignes de crédit; elle n'a cependant pas

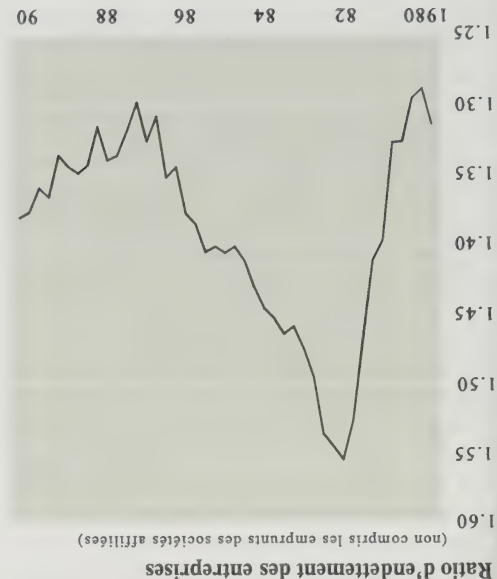
entamé leur capacité de poursuivre leurs opérations de financement. Dans l'ensemble, les institutions prêteuses ont dégagé des bénéfices d'exploitation élevés au cours des dernières années et elles ont considérablement renforcé leurs assises financières. Les grandes banques canadiennes, par exemple, ont constitué d'importantes provisions pour pertes sur prêts souverains, et, comme on l'indique plus loin, leur ratio des fonds propres aux avoirs pondérés en fonction des risques se compare avantageusement aux normes qui ont été proposées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et adoptées au Canada par le surintendant des institutions financières. Quoique la proportion des prêts en souffrance ainsi que le montant des pertes sur prêts aient augmenté en 1990, ils demeurent tous les deux assez faibles par rapport à la moyenne des années 80, de sorte que la rentabilité des institutions financières dans l'ensemble est restée relativement élevée.

Taux d'intérêt et taux de change

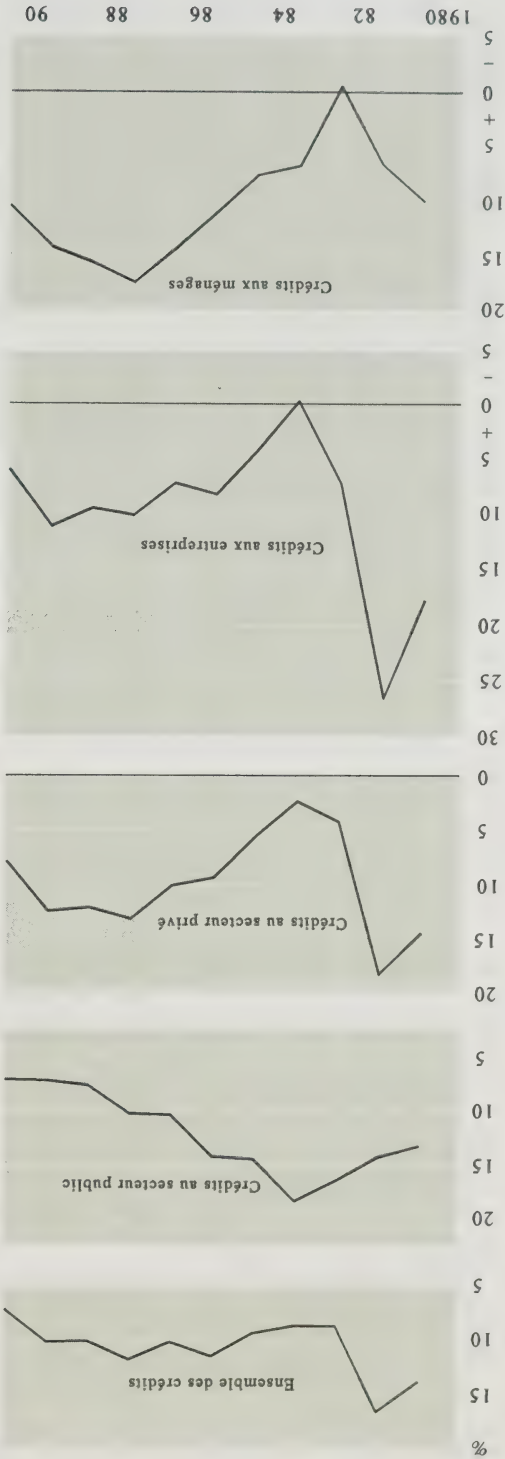
Après avoir affiché une grande stabilité pendant la majeure partie de 1989, les taux d'intérêt à court terme ont grimpé de près de 175 points de base au cours des cinq premiers mois de 1990 avant de redescendre progressivement. À la fin de l'année, le taux du papier commercial à trois mois avait baissé d'environ 250 points par rapport au sommet de 14% atteint au mois de mai. Devant les indications préliminaires d'une réduction des pressions de la dépense globale sur l'appareil de production, la Banque du

consécutive des prix des maisons – particulièrement dans le Sud de l'Ontario – ont entraîné un fléchissement considérable de la demande de crédit des ménages en 1990. Ce fléchissement s'est manifesté au niveau des emprunts hypothécaires et des emprunts personnels, étant donné la faiblesse des prix et de l'activité sur le marché de l'immobilier et le ralentissement des dépenses de consommation. À 10% en moyenne au cours de l'année, la croissance de l'endettement des ménages est néanmoins demeurée plus rapide que celle du revenu disponible, et on estime que le ratio d'endettement s'est élevé à près de 70% au dernier trimestre de 1990.

Malgré une forte baisse de leurs bénéfices, les entreprises ont considérablement réduit leurs demandes de financement en 1990, partiellement au second semestre. La croissance de l'encours des crédits aux entreprises, qui avait été de 10% en moyenne de 1987 à 1989, est tombée à 6% en 1990. Un contrôle plus serré des stocks, le report de projets d'investissement et une réduction du nombre de prises de contrôle d'entreprises ont contribué à restreindre la demande de crédit. Devant la baisse des bénéfices, les sociétés ont réduit leur accumulation d'avoirs financiers. Quant au ratio de la dette à



Aggrégats du crédit¹



Ensemble des crédits au secteur public² :
Prêts aux administrations fédérale, provinciales et municipales,
plus obligations et bons émis par elles et obligations garanties
émises par les entreprises provinciales et municipales

Ensemble des crédits au secteur privé :
Prêts et baux financiers accordés aux entreprises non financières
plus acceptations bancaires, papier commercial, obligations
et actions émis par elles

Crédits aux ménages :
Crédit à la consommation et crédit hypothécaire à l'habitation

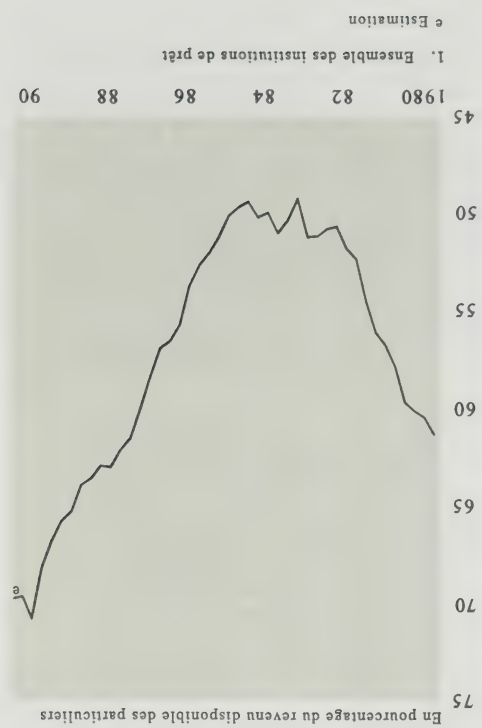
1. Taux de croissance entre le dernier trimestre de
l'année précédente et celui de l'année indiquée

2. Ajustés pour retrancher l'effet des fluctuations du
taux de change sur la dette libellée en devises

publique est resté à peu près inchangé par rapport à 1989, après avoir affiché une forte décélération au cours des six dernières années, laquelle était particulièrement prononcée au palier fédéral. Grâce en partie à l'augmentation inespérée des recettes consécutive à la réforme fiscale, les besoins de financement des administrations publiques ont pu être contenus en 1990, malgré l'accroissement du service de la dette et le ralentissement économique.

Soutenue entre autres par la forte appréciation des biens immobiliers, la progression de l'endettement des ménages a été particulière-ment rapide au cours des dernières années. Elle a atteint un rythme moyen de 16 % de 1987 à 1989, soit un taux fort supérieur à celui du revenu disponible des particuliers, ce qui, au dernier trimestre de 1989, avait porté le ratio de l'endettement au revenu pour l'ensemble des ménages au niveau jusqu'à-là inégalé de 67 %. L'augmentation des taux d'intérêt, le ralentissement de l'activité économique et la réduction

Crédits aux ménages¹



qu'a affichée le ratio de ces agrégats au produit intérieur brut pendant la majeure partie des deux dernières décennies. De nouveau en 1990, la faiblesse de la campagne annuelle de ventes d'obligations d'épargne du Canada a stimulé la progression de ces agrégats au dernier trimestre, surtout celle de M2.

La croissance de l'agrégat M3 a également été fléchie sous la barre des 10 % pour s'établir elle aussi autour de 8 1/2 %. Cette décélération s'explique surtout par le ralentissement de la demande de crédit, notamment celle adressée aux banques.

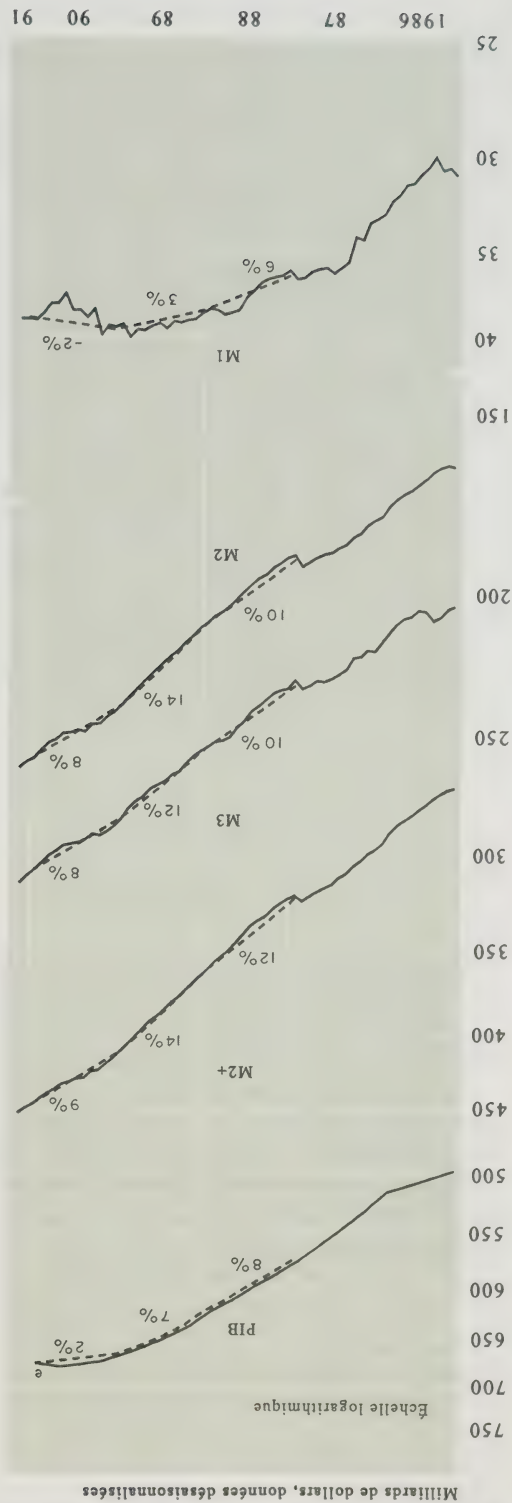
L'agrégat au sens étroit M1 a fléchi d'à peu près 2 % pour l'année, reflétant la faible croissance de la dépense globale et l'influence retardée de la montée des taux d'intérêt au début de l'année. Il a connu de fortes fluctuations pendant l'année, accusant notamment une contraction prononcée au premier semestre et une reprise notable au second. Ce comportement s'explique en bonne partie par l'évolution des taux d'intérêt. En faisant augmenter le coût de détention des encaisses monétaires comprises dans l'agrégat M1, la hausse du loyer de l'argent a contribué ces dernières années à maintenir la progression de cet agrégat bien en deçà de celle de la dépense globale, tendance qui s'est poursuivie au premier semestre de 1990. Plus récemment, la baisse du loyer de l'argent a encouragé les entreprises et les particuliers à reconstituer leurs encaisses monétaires. Cela devrait se traduire par une croissance de M1 plus forte que celle de la dépense globale dans les prochains mois. L'ampleur inhabituelle des fluctuations du solde des effets du secteur privé en cours de compensation en 1990 a également contribué au profil heurté de M1 pendant l'année.

Les agrégats du crédit

Un ralentissement prononcé de la demande de crédit a été observé en 1990. La croissance de l'ensemble de l'endettement des principaux secteurs non financiers est passée de 10 % au cours des deux années précédentes à un peu plus de 7 %, soit son taux le plus bas depuis 1983. Ce ralentissement est imputable à la diminution de la demande de crédit des entreprises et des ménages.

Le rythme d'accumulation de la dette

Aggrégats monétaires et produit intérieur brut (PIB)



Nota : Les taux de croissance expriment la variation entre le dernier trimestre de l'année précédente et celui de l'année indiquée. Les données du PIB sont des données trimestrielles, celles des agrégats monétaires des données mensuelles.

e Estimation pour le quatrième trimestre

M1 : Monnaie hors banques et dépôts à vue moins les effets du secteur privé en cours de compensation

M2 : M1 plus dépôts d'épargne des particuliers et dépôts à préavis autres que ceux des particuliers

M3 : M2 plus dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers et dépôts en monnaies étrangères comptabilisés au Canada au nom des résidents

M2+ : M2 plus dépôts dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, dépôts et parts sociales dans les *credit unions* et les caisses populaires et dépôts à la Caisse d'épargne de l'Ontario et dans les succursales du Trésor de la province d'Alberta

L'évolution monétaire et financière

Les agrégats monétaires

Après une accélération sensible en 1988 et 1989, le taux de croissance des agrégats au sens large M2 et M2+ est tombé en 1990 sous la barre des 10 % pour s'établir autour de 8½ %. Cette décélération s'explique principalement par le ralentissement du rythme d'expansion de la dépense globale. Le taux de croissance des agrégats M2 et M2+ est néanmoins demeuré bien au-dessus de celui de la dépense globale, ce qui s'inscrit dans le sens de la tendance à la hausse

Le ralentissement de la croissance de la dépense globale s'est traduit par une décélération marquée du rythme de progression des agrégats monétaires et des agrégats du crédit en 1990 et il a permis un fléchissement sensible des taux d'intérêt à court terme à partir de la fin du printemps. Les taux d'intérêt à long terme, par contre, ont augmenté en 1990, reflétant l'influence du resserrement des marchés mondiaux des capitaux de même que certaines considérations d'origine interne.



du pays se reflète dans le profil d'évolution de l'inflation sur le plan régional. Le taux d'accroissement des prix à la consommation s'est ralenti en Ontario, par suite notamment de la baisse du prix des maisons neuves. Par contre, l'inflation s'est accélérée dans les provinces de l'Ouest et de l'Atlantique; ces deux régions ont affiché en 1990 un taux d'augmentation des prix à la consommation supérieur à celui de la région centrale. Au Québec, le taux d'inflation a été plus élevé qu'en Ontario, mais il est resté au-dessous de la moyenne enregistrée dans l'ensemble des autres régions. En dépit du fléchissement marqué de l'activité économique en

la TPS le premier jour du mois.

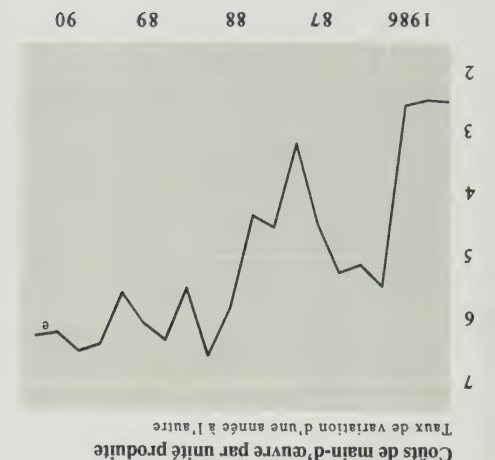
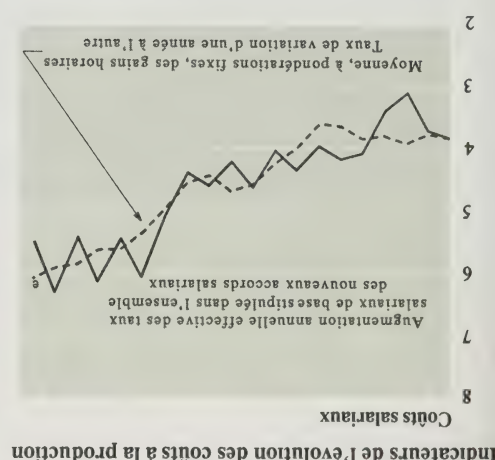
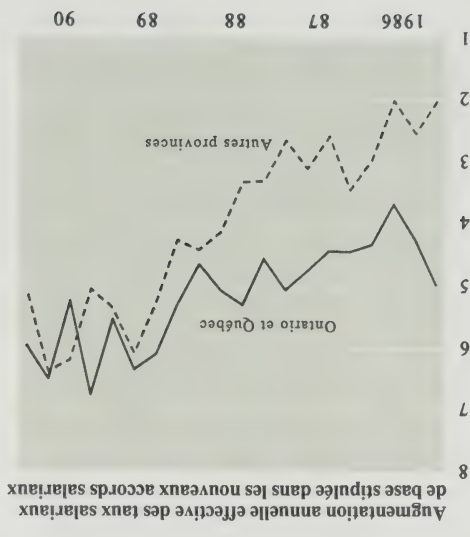
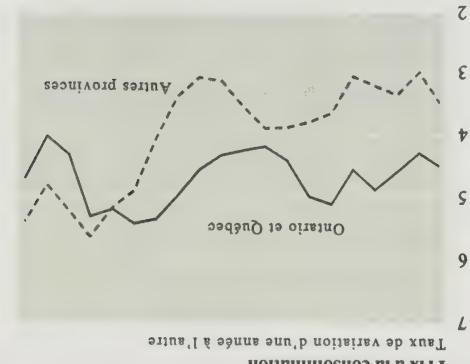
Ontario, les augmentations salariales négociées dans cette province ont été supérieures à la moyenne nationale, tout comme celles qui ont été consenties en Colombie-Britannique et dans les provinces de l'Atlantique. Les hausses négociées au Québec, dans les provinces des Prairies et dans le secteur public fédéral ont été inférieures à la moyenne nationale.

En janvier 1991, le taux d'augmentation de l'IPC sur 12 mois s'est vivement accéléré pour s'établir à plus de 6¾ %, ce qui est imputable, dans une large mesure, à l'entrée en vigueur de

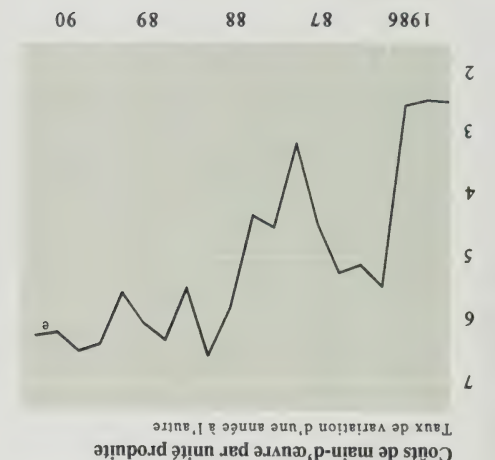
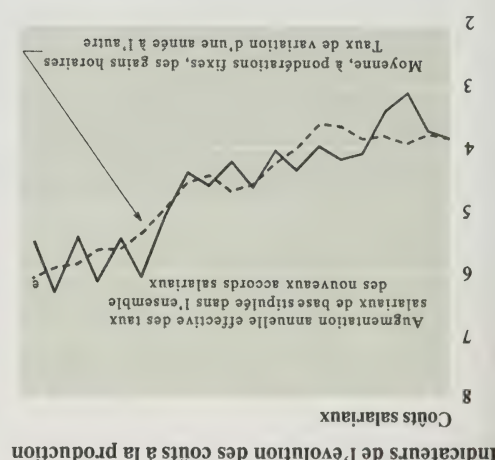
hausse salariales consenties dans le secteur privé étant un peu plus élevées en moyenne que celles du secteur public. Qui plus est, malgré les efforts des entreprises, en particulier celles des secteurs des ressources naturelles et de la fabrication, pour rationaliser leurs opérations et accroître leur productivité, on estime que les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté de plus de 6 % au cours de 1990. L'incidence nette de la majoration des contributions des employeurs à l'assurance-chômage et le nouveau mode de financement du système d'assurance-santé en Ontario expliquent environ un point de pourcentage de cette hausse.

Le fait que l'essoufflement de l'activité économique a surtout touché la région centrale

Indicateurs de l'évolution à l'échelle régionale



Bénéfices des sociétés

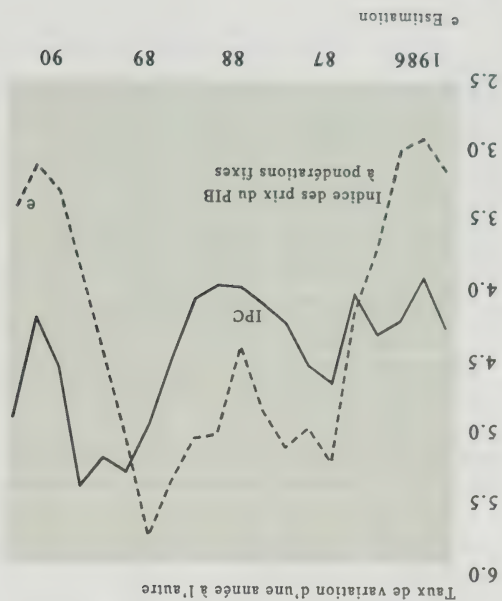


L'atténuation des pressions inflationnistes de la demande est aussi attestée par l'évolution de l'indice de prix à pondérations fixes du produit intérieur brut, qui couvre un large éventail de biens et de services produits au Canada. Le taux d'inflation mesuré par cet indice a été plus faible que le taux d'augmentation des prix à la

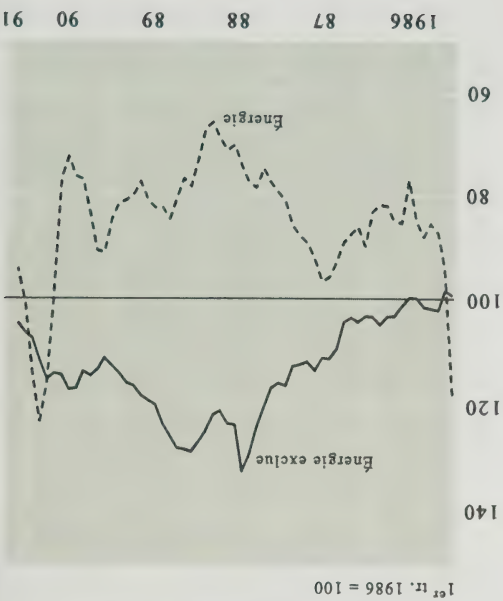
Indice des prix à la consommation



Indice des prix à la consommation et indice des prix du produit intérieur brut



Indices des cours des produits de base en dollars canadiens - Banque du Canada

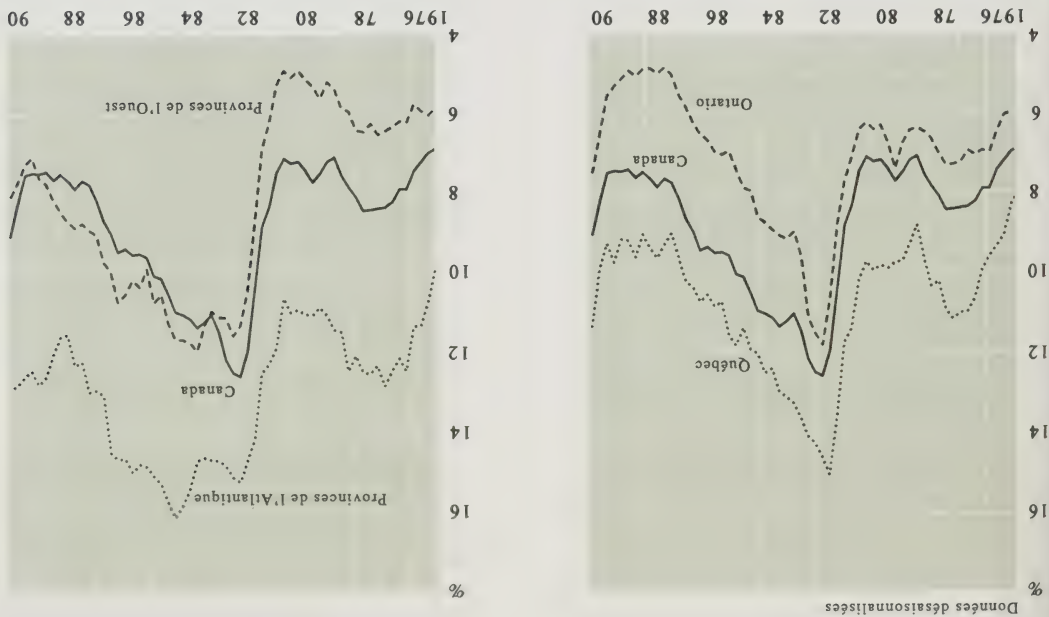


La progression continue des coûts intérieurs a aussi contribué à la compression des marges bénéficiaires. De fait, il n'y a guère eu jusqu'à maintenant de preuves tangibles que se soit produite la modération des hausses de coûts nécessaire à la réalisation de progrès soutenus dans la lutte contre l'inflation. Les marchés du travail sont restés tendus durant tout le premier semestre, et les coûts salariaux ont poursuivi leur ascension. L'indice à pondérations fixes des gains horaires moyens publié par Statistique Canada a augmenté de près de 6 % en moyenne en 1990, contre à peine plus de 5 % en 1989. Les augmentations des taux salariaux de base situées dans les principales conventions collectives ont connu une évolution semblable, les

épargné. permis un accroissement des bénéfices, a été énergétique, où la montée des cours du pétrole a ciales des sociétés en 1990. Seul le secteur entraîné un amincissement des marges bénéfici- le niveau plus bas des prix à l'exportation ont La faiblesse de la demande intérieure et autres que le pétrole.

consommation, en raison surtout de la baisse des prix des biens d'équipement et des prix à l'ex- portation de la plupart des produits de base

Taux de chômage



laite par une forte augmentation des revenus, la raison en est que les importations subventionnées à l'agriculture en Europe et aux États-Unis, conjuguées au fait que les récoltes ont été généralement bonnes partout dans le monde, ont fait baisser les cours des grains. En outre, les administrations fédérale et provinciales ont réduit les subventions qu'elles octroient aux agriculteurs.

En Colombie-Britannique, la croissance de l'emploi est restée relativement forte en 1990; de plus, la population active a continué de progresser très rapidement grâce à l'entrée de travailleurs provenant d'autres provinces et de l'étranger. L'économie de la Colombie-Britannique, soutenue par la vigueur persistante des dépenses de consommation et de la construction, s'est montrée particulièrement robuste au premier semestre. L'activité économique s'est ralentie au deuxième semestre sous l'effet de la baisse des cours des produits de base; en particulier, les prix du bois d'œuvre ont beaucoup fléchi en raison du recul marqué de la construction de logements aux États-Unis.

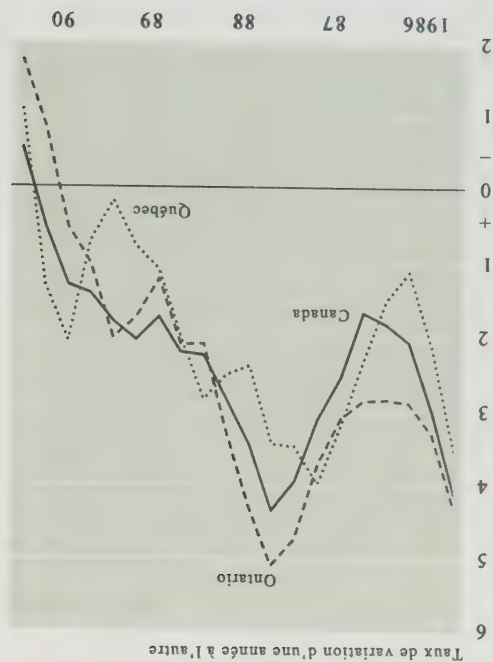
L'inflation et les coûts

À la faveur d'une atténuation des pressions de la demande, la tendance à l'accélération de la hausse des prix à la consommation observée tout au long de 1989 et au début de 1990 s'est arrêtée, puis a commencé à s'inverser. Le rythme d'accroissement sur 12 mois de l'indice des prix à la consommation (IPC) est passé d'un sommet de quelque 5 1/2 % au début de 1990 à environ 4 1/4 % au troisième trimestre. L'absence de nouvelles majorations importantes des impôts indirects en 1990 a sûrement contribué à ce ralentissement, mais il reste que les mesures de l'inflation qui ne tiennent pas compte des effets des impôts indirects ont aussi affiché une baisse au cours de la période. Au quatrième trimestre cependant, le taux d'inflation est remonté à 5 %, à la suite de l'augmentation des cours mondiaux du pétrole issue de l'aggravation des tensions dans le golfe Persique. Ce taux s'est encore accru de façon marquée au début de 1991 sous l'effet de la hausse du niveau général des prix, attribuable principalement à l'entrée en vigueur de la TPS le 1^{er} janvier.

produits de l'automobile en Amérique du Nord, qui a fait baisser la production, concentrée en Ontario, du matériel de transport et des produits connexes comme l'acier, le plastique et le caoutchouc; la faiblesse des investissements dans cette province; et le repli marqué de l'activité dans les industries du meuble, du textile et de la confection, établies surtout au Québec et en Ontario. Quant à l'activité dans les secteurs de l'immobilier et de la construction, surtout la construction de logements, elle a connu un ralentissement prononcé dans la partie centrale du pays, particulièrement dans la région de Toronto.

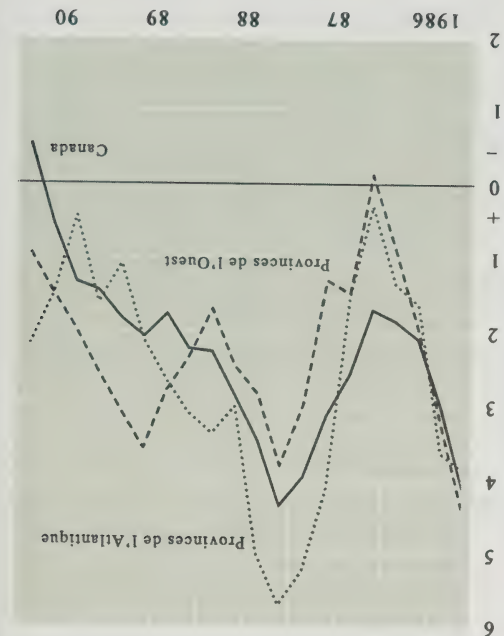
Dans les provinces de l'Atlantique, le rythme de croissance de l'emploi s'est fortement accéléré; à la fin de l'année, le niveau de l'emploi y dépassait de presque 2 % le chiffre de décembre 1989, alors que la moyenne nationale avait baissé de plus de 1 %. La forte progression de l'emploi dans les secteurs des services aux entreprises et de la construction ainsi que le maintien des investissements dans les industries d'exploitation des ressources naturelles et dans

Croissance de l'emploi



les services publics ont limité l'incidence que le ralentissement de l'économie canadienne pourrait avoir dans la région. Toutefois, les prix peu élevés du homard et la diminution des prises de poisson de fond ont contribué à affaiblir le secteur de la pêche. La production dans les autres industries d'exploitation des ressources naturelles a aussi accusé une baisse, en partie à cause des grèves qui ont frappé les industries extractives et les industries d'exploitation des produits de la forêt.

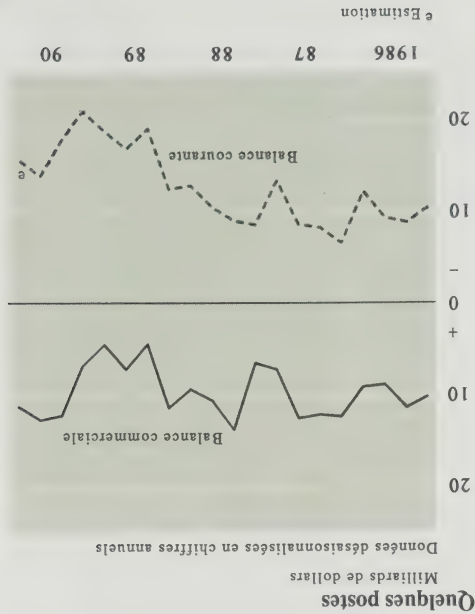
Dans les provinces des Prairies, la progression de l'emploi est restée supérieure à la moyenne nationale, grâce entre autres à la vigueur des investissements dans ces deux derniers secteurs. Par ailleurs, de gros investissements ont été effectués dans les réseaux de distribution du gaz naturel, à la lumière des taux élevés d'utilisation des réseaux de collecte et des perspectives d'accroissement des ventes sur les marchés américains. La production et le volume des exportations de grains ont augmenté grâce à une récolte record, mais celle-ci ne s'est pas tra-



À la faveur de la remontée des exportations, l'excédent de la balance commerciale en termes nominaux est passé de quelque 7 milliards en 1989 à un peu moins de 11 milliards de dollars en 1990. Cependant, le déficit global de la balance courante ne s'est virtuellement pas modifié, car l'accroissement des recettes nettes au titre de la balance commerciale a été neutralisé par une augmentation des revenus de placement versés aux non-résidents et par une hausse du déficit du poste des voyages.

Les marchés du travail sont restés assez tendus au Canada jusqu'au milieu de l'année. Le taux de chômage, ramené à 7,2 % en mars, son plus bas niveau en neuf ans, a été en moyenne de 7,5 % pour l'ensemble du premier semestre. Toutefois, vu que l'économie s'est ralentie au cours des mois qui ont suivi et que les coûts salariaux ont continué leur progression, l'emploi a commencé à reculer, et le taux de chômage a grimpé pour atteindre 9,3 % en décembre.

L'activité économique s'est surtout ralentie dans la région centrale du pays. En Ontario, le taux de chômage a atteint 7,8 % en décembre, contre 5,4 % un an plus tôt, tandis qu'une hausse d'ampleur similaire au Québec a porté le taux à 11,7 %. L'atonie de l'activité dans le centre du pays tient à un certain nombre de facteurs : le recul des dépenses affectées aux



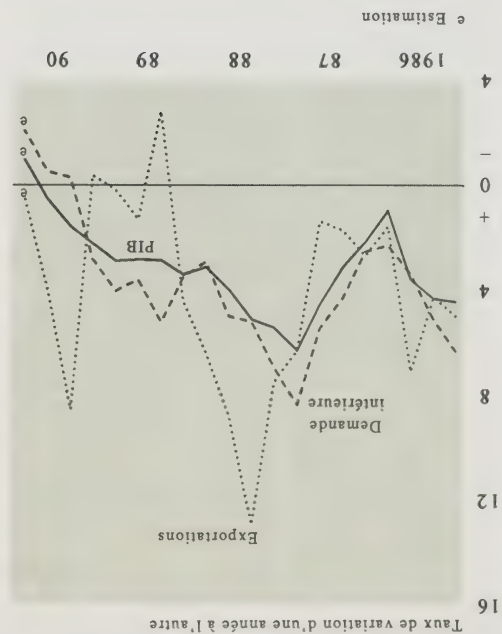
début de 1991, notamment ceux de flottes de véhicules utilitaires et d'automobiles.

Un autre facteur important du ralentissement de la demande globale a été l'effort consenti par les entreprises pour maintenir leurs stocks aux bas niveaux compatibles avec le volume de leurs ventes. On estime que la réduction des investissements en stocks de produits non agricoles a fait baisser de plus de 1 % la demande intérieure globale en 1990. De fait, au second trimestre, la diminution de ces investissements en stocks explique amplement le fléchissement de la production totale.

Les consommateurs ont eux aussi fait preuve de prudence en 1990. Au dernier trimestre, les dépenses en termes réels des particuliers avaient baissé de 1/2 % environ par rapport à leur niveau de l'année précédente. La demande de biens, de biens durables surtout, avait fortement fléchi, alors que les dépenses réelles consacrées aux services continuaient d'augmenter. Le taux d'épargne des particuliers a enregistré, selon les estimations, une légère hausse pour l'ensemble de l'année, en dépit d'une baisse marquée au second trimestre, durant lequel les ménages ont puisé dans leurs économies pour effectuer leurs derniers versements au titre de l'impôt pour l'année d'imposition 1989. Ces versements étaient exceptionnellement élevés parce que les retenues effectuées à la source en 1989 ne reflétaient pas les effets de certaines mesures fiscales adoptées la même année.

Le ralentissement de la demande intérieure, en particulier la baisse des dépenses réelles consacrées aux produits de l'industrie automobile ainsi qu'à la machinerie et l'équipement, s'est traduit par une réduction des importations de biens en volume. Par contre, le volume des exportations canadiennes a progressé d'environ 4 1/2 % sur l'ensemble de l'année, malgré une détérioration accrue de la position concurrentielle de bon nombre d'exportateurs canadiens et le ralentissement marqué du rythme d'expansion de l'économie américaine. La demande de produits canadiens sur les marchés mondiaux a été maintenue grâce à la vigueur persistante de la croissance économique dans les grands pays industriels d'outre-mer, notamment l'Allemagne et le Japon. À ce chapitre, le redressement du volume des exportations de blé consécutif à une augmentation des récoltes en 1989 et à une moisson record en 1990 a joué un rôle particulièrement important.

Croissance du volume du produit intérieur brut, de la demande intérieure et des exportations



hausse de la demande d'exportations a été une

source de croissance.

Les dépenses d'investissement, qui

constituent l'une des composantes de la demande

intérieure globale les plus sensibles aux taux

d'intérêt, ont particulièrement manqué de

vigueur, l'investissement dans le logement, les

investissements fixes des entreprises et les

dépenses en biens de consommation durables ont

tous baissé en volume en 1990, après plusieurs

années de très forte croissance.

Le relâchement des pressions spécula-

tives sur les principaux marchés du logement a

mis fin à la longue période d'activité intense

qu'ont connue les marchés des maisons neuves

et des maisons existantes. Les mises en chantier,

qui ont chuté de façon marquée au deuxième

semestre, ont atteint à peine 145 000 unités sur

base annuelle au quatrième trimestre, soit envi-

ron 33 % de moins qu'au trimestre correspon-

dant de l'année précédente. Le marché de la

revente a aussi enregistré une baisse notable, soit

de 22 % environ pour l'ensemble de l'année.

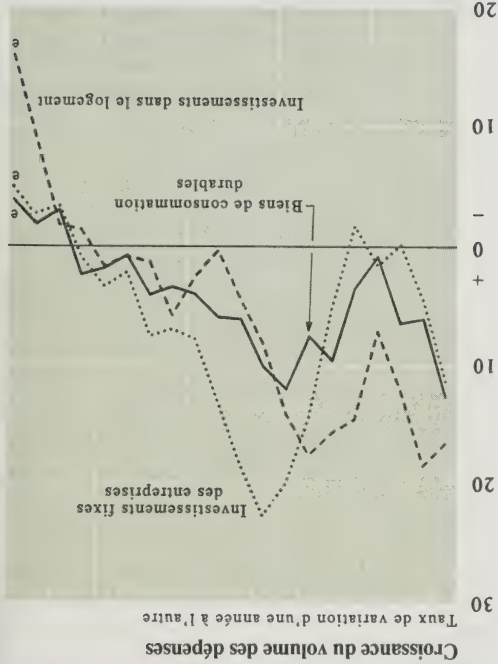
Devant l'atténuation des pressions s'exer-

gant sur les capacités de production, l'amenuise-

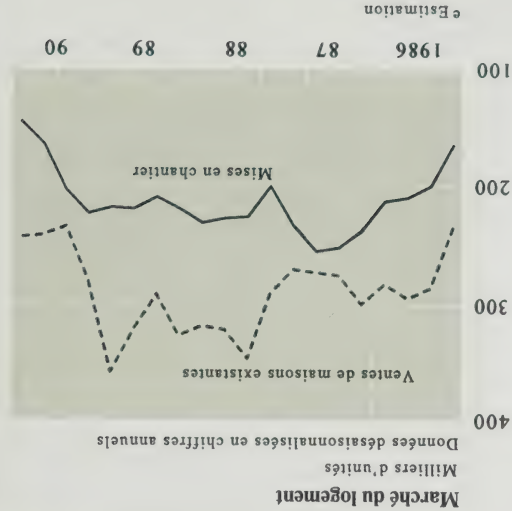
ment continu des marges bénéficiaires et la

hausse des coûts de financement, les entreprises

Quelques indicateurs de la demande des ménages et des entreprises



ont réduit en 1990 le volume de leurs dépenses en biens d'équipement, qui s'était très fortement accru au cours des dernières années. Vers la fin de l'année, le remplacement imminent de la taxe sur les ventes des fabricants par la taxe sur les produits et services (TPS), laquelle doit abaisser le coût des biens d'équipement, a poussé les entreprises à reporter certains achats jusqu'au

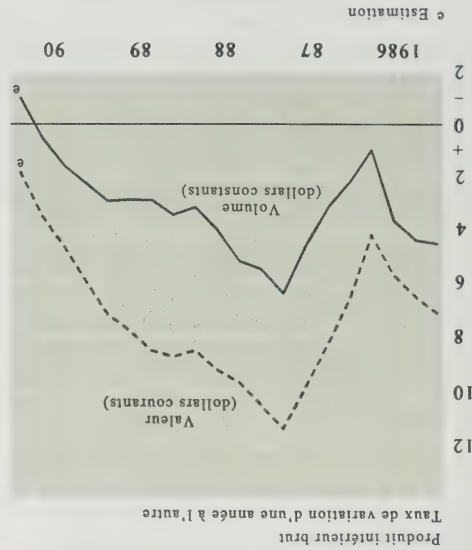


Marché du logement
Données désaisonnalisées en chiffres annuels
Milliers d'unités

En 1990, le rythme de croissance de la dépense globale en termes nominaux a nettement ralenti au Canada, en raison surtout d'une baisse de la demande en volume. Ce ralentissement est survenu au terme d'une période d'essor rapide et soutenu qui avait engendré un haut niveau d'activité économique et une intensification des pressions inflationnistes. Pendant plusieurs années, la vigueur de la demande avait mis à rude épreuve l'appareil de production canadien, situation qui se poursuivait au début de 1990. De fait, le niveau de l'activité dans les industries productrices de biens non agricoles est resté supérieur à sa moyenne de longue période durant tout le premier semestre de 1990, puis il est passé au-dessous de cette moyenne au troisième trimestre pour la première fois depuis 1986. Étant donné la vigueur soutenue de l'activité économique et la persistance de l'inflation,



Taux de croissance de la dépense



les attentes inflationnistes se sont ancrées. De plus, les pressions sous-jacentes sur les coûts se sont intensifiées en 1990, du fait que les marchés du travail ont été tendus pendant tout le premier semestre. Toutefois, le tassement sensible de la demande durant l'année s'est traduit par une baisse marquée des marges bénéficiaires, et la tendance à l'accélération des prix à la consommation s'est arrêtée, puis a commencé à s'inverser.

La demande et l'activité économique

On estime que la croissance de la dépense globale en termes nominaux a été d'environ 2 % en 1990, contre un peu plus de 7 % en 1989. Cette décélération tient surtout à une diminution estimée à environ 1 % du volume de la demande globale, qui avait augmenté de près de 3 % en 1989. Il convient de préciser que la progression de la demande intérieure s'est considérablement ralentie en 1990, tandis que la

L'inflation et une structure fiscale conçue en fonction d'un monde libre d'inflation.

Les notions d'équité et de justice

Les coûts de l'inflation ne se répartissent pas également sur l'ensemble de la population.

Certains particuliers et certaines entreprises peuvent mieux que d'autres se protéger contre l'inflation, mais le hasard joue aussi un grand rôle.

Souvent, lorsque l'inflation s'incruste, ce sont, dans notre société, les groupes les moins favorisés ou ceux qui ne disposent pas de mécanismes de protection sophistiqués qui sont les perdants. L'exemple le plus courant est celui des bénéficiaires de pensions non indexées. Au rythme annuel de 4½ %, l'inflation peut amputer ces pensions de la moitié de leur valeur en un peu plus de quinze ans. Ceux à qui l'inflation profite, que ce soit grâce à leur capacité d'investir dans des avoirs qui se valorisent sous l'effet de l'inflation ou encore par pur hasard, le font au détriment d'autres membres de la collectivité.

Les gains qu'ils réalisent ainsi ne récompensent pas un surcroît d'efforts ou une augmentation de la productivité. C'est pourquoi l'inflation engendre un profond sentiment d'injustice au sein de la société et ébranle la foi dans l'égalité des chances qui est la base d'une économie de marché efficace.

Composer avec l'inflation ne règle rien

Afin de corriger cette injustice sans l'effort et la discipline qui seraient nécessaires pour retrouver la stabilité des prix, certains ont proposé que nous ajustions nos pratiques économiques de façon à composer avec l'inflation. Ce qu'ils suggèrent dans la pratique, c'est d'indexer tous les types de revenus et de paiements afin de protéger les particuliers contre les pertes résultant de l'inflation. Les autorités n'auraient alors qu'à stabiliser le taux d'inflation à un niveau donné; l'économie, prétend-on, s'ajusterait aisément à ce taux, et les coûts entraînés par l'inflation seraient évités.

L'expérience vécue par le Canada depuis le début des années 70 sur le front de l'inflation montre bien qu'une économie aussi complexe que la nôtre ne s'ajuste ni aisément ni rapidement à l'inflation. De toute évidence, le processus d'adaptation de nos institutions à un climat d'inflation comporte des coûts élevés. Il ne

s'agit pas uniquement ici d'indexer les revenus. Il faudrait aussi modifier en profondeur non seulement le mode d'imposition des particuliers et des sociétés, mais également certaines dispositions légales, conventions comptables et beaux-coups d'autres aspects de la vie économique. N'est-il pas révélateur à cet égard que la plupart des arrangements institutionnels ne se soient tous pas adaptés à l'inflation après vingt ans au cours desquels celle-ci a été de 7 % en moyenne?

Même si des changements d'ordre institutionnel s'opéraient, une politique de tolérance à l'égard de l'inflation ne serait pas une politique crédible. En cherchant à stabiliser le taux d'inflation à son niveau du moment, les autorités monétaires qu'elles ne sont pas prêtes à prendre les mesures appropriées pour enrayer cette hausse. Une politique monétaire visant la stabilisation de l'inflation à un niveau donné serait constamment en butte à un tel scepticisme. Les pays qui sont allés le plus loin dans la voie de l'indexation des divers revenus et paiements ont en général enregistré des taux d'inflation de plus en plus élevés, qui ont mis en danger les fondements mêmes de l'institution qu'est la monnaie. Une politique de tolérance à l'égard de l'inflation mine systématiquement la capacité d'un pays d'obtenir de bons résultats économiques.

Pour éviter le fardeau que l'inflation impose à l'économie, il est indispensable que la politique monétaire soit résolument orientée vers la réalisation et le maintien de la stabilité des prix. Seule la stabilité du niveau général des prix peut fournir une base saine aux décisions en matière d'investissement et d'octroi de crédit et garantir l'utilisation la plus efficace possible des ressources économiques. Elle permettra aussi d'affecter à des fins plus productives les ressources et les efforts considérables mobilisés pour contre l'inflation et d'éviter un sort injuste à ceux qui ne peuvent se protéger contre cette dernière.

phénomène de surinvestissement que provoquent les attentes exagérées issues de l'inflation.

Les coûts liés à la protection contre l'inflation

Au fur et à mesure que l'inflation s'entraîne, les entreprises et les particuliers découvrent qu'ils doivent consacrer temps et argent à en contre les effets. Et cela va bien au delà de la nécessité de réviser et de réimprimer plus fréquemment les listes de prix et les catalogues. Par exemple, la durée des contrats de tout genre raccourcit, les parties contractantes ne voulant pas s'exposer au risque d'être lésées par les effets d'une inflation imprévue; la négociation des contrats devient donc plus ardue. Les acheteurs ont du mal à obtenir des prix fermes pour des produits dont ils prendront livraison plus tard. Les investisseurs se préoccupent d'avantage de se couvrir contre le risque d'inflation que d'investir dans des activités productives. Au plus fort de la période d'inflation de 1980-1981, nombreux étaient les investisseurs qui se sont tournés vers des avoirs comme les biens immobiliers, l'or, l'argent, les pierres précieuses et les œuvres d'art, soit pour se protéger contre l'inflation, soit pour essayer d'en tirer parti.

Les contrats financiers visant les dépôts, les prêts et les émissions de titres ont été particulièrement touchés par les craintes que suscite l'inflation. L'échéance moyenne de ces contrats s'est raccourcie de façon spectaculaire depuis que l'inflation a pris racine et est devenue un problème grave, c'est-à-dire depuis le début des années 70. Le marché des obligations à long terme des sociétés s'est contracté, et les prêts hypothécaires à l'habitation de 25 ans ont presque totalement disparu. Trop d'épargnants, victimes de la spirale inflationniste des années 70, ne sont plus disposés à fournir des fonds à des taux d'intérêt fixes pour de longues périodes. Il en résulte que les emprunteurs privés désirant acquérir des avoirs à long terme, tels que des logements ou des usines, ne trouvent plus de financement à long terme aussi aisément que par le passé.

Les gros utilisateurs de services financiers ont de plus en plus recours à des techniques très sophistiquées pour limiter les risques inhérents à l'inflation. À cet égard, on peut citer les swaps de taux d'intérêt et de devises ainsi que les

Pour attirer les fonds des épargnants, les effets de l'inflation.

d'élaborer des mécanismes de protection contre considérables vers le secteur financier en vue il a fallu canaliser des ressources productives contrats à terme et les contrats d'options. Mais les effets de l'inflation.

indemniser ces derniers des pertes attribuables à l'inflation. Ainsi, les taux d'intérêt sont majorés d'une prime d'inflation que les épargnants exigent pour compenser la dépréciation de leurs fonds. Mais, étant donné que l'évolution future de l'inflation ne peut être prévue avec certitude, les taux d'intérêt pratiqués dans les pays où l'inflation sévit depuis longtemps comportent également une prime supplémentaire servant à couvrir les risques qui découlent de cette incertitude. Les emprunteurs doivent donc payer plus cher les fonds nécessaires à la réalisation de leurs programmes de dépenses.

De même, lorsqu'une forte inflation entraîne l'imposition d'une prime sous forme de taux d'intérêt élevés visant à indemniser les prêteurs de la dépréciation de leur argent, les emprunteurs sont en fait forcés de rembourser leurs dettes beaucoup plus rapidement qu'ils ne le feraient si les prix étaient stables. Dans le cas des emprunts hypothécaires, par exemple, ce remboursement forcé peut plonger les propriétaires fonciers dans des difficultés financières, et ce, même lorsque la valeur de leur propriété augmente fortement sous l'effet de l'inflation. En effet, à cause de la prime d'inflation, ils ont de plus en plus de difficulté à honorer leurs engagements mensuels.

Les épargnants peuvent recevoir des taux d'intérêt élevés les indemnisant de l'érosion de la valeur de leur épargne par l'inflation, mais ils doivent tout de même payer des impôts sur l'intégralité de leurs revenus en intérêts. Lorsque l'inflation se situe à 4 1/2 %, par exemple, un épargnant dont les revenus sont imposés à un taux marginal de 40 % et recevant par conséquent un peu moins de 5 1/2 % après impôt sur un dépôt à terme à 9 % obtient en fait un rendement inférieur à 1 %, une fois prise en compte l'inflation. La baisse de la rémunération effective de l'épargne en période d'inflation a des effets négatifs sur la propension à épargner. Le comportement des entreprises est également grandement faussé par l'interaction entre

La première section du présent rapport fait valoir un point fondamental, à savoir que notre économie ne peut bien fonctionner que si les Canadiens ont l'assurance que la monnaie qu'ils utilisent conservera sa valeur. Or, pour que cette condition soit remplie, le niveau général des prix doit rester stable, autrement dit il ne doit pas être l'objet d'une inflation chronique. L'opinion selon laquelle l'inflation est bénéfique à l'économie, en ce sens qu'elle s'accompagne d'une hausse de l'emploi, a été infirmée par la tournure des événements au cours des deux dernières décennies. On ne reconnaît toutefois pas suffisamment le fait que l'inflation comporte des coûts qui n'épargnent aucun secteur. Elle accroît l'incertitude au sujet de l'avenir, de sorte qu'il est bien plus difficile pour chacun de prendre les bonnes décisions sur le plan économique. De plus, elle pousse les ménages et les entreprises à consacrer beaucoup de temps et d'argent à se protéger des effets de la montée des prix. Mais tous ne réussissent pas à se soustraire à ces effets et l'inflation est source d'iniquité et de discorde sociale. Les coûts de l'inflation peuvent être évités si l'on parvient à orienter la politique monétaire de manière à réaliser et à maintenir la stabilité des prix. La présente section examine, de façon plus détaillée, ces coûts que l'inflation impose à l'économie.

L'inflation, source d'incertitude au sujet de l'avenir

Dans une économie fondée sur la monnaie, la décision d'acheter ou de vendre, d'emprunter ou d'investir est déterminée par les prix, à la fois les prix courants et les prix attendus pour les années à venir. En d'autres termes, les travailleurs, les gestionnaires, les épargnants et les investisseurs s'appuient sur les prix pour établir des comparaisons entre les valeurs actuelles et des escomptées d'un large éventail de biens et de services offerts sur différents marchés. Ces comparaisons leur fournissent les renseignements et les motivations sur lesquels ils fondent leurs décisions économiques. Mais l'incertitude qu'engendre l'inflation dénature et embrouille les renseignements en question.

Prenons l'exemple d'une entreprise qui décide de construire une nouvelle usine. Elle doit prendre en considération non seulement le coût des fonds à engager et les prix de la main-d'œuvre et des matériaux de construction, mais également les prix auxquels elle s'attend de vendre la future production de la nouvelle usine et les montants qu'elle devra vraisemblablement verser pour la main-d'œuvre et le matériel entrant dans cette production. L'avenir est toujours incertain, mais il l'est davantage lorsque les prix sont à la hausse, car l'évolution de l'inflation est rarement stable et prévisible. Lorsque la conjoncture est inflationniste, les bonnes décisions en matière d'investissement sont bien plus difficiles à prendre.

En outre, dans un climat d'inflation, les prix ne réagissent pas tous de la même façon aux pressions excessives de la demande. Il est alors facile de mal interpréter leur comportement, et on voit souvent apparaître des attentes exagérées au sujet de l'ampleur éventuelle du renchérissement des produits dont les prix augmentent déjà très rapidement. C'est ce qui explique que de tels produits font par moments l'objet de surinvestissements. Habituellement, ce sont les prix des produits de base et des biens immobiliers qui, en période d'inflation, enregistrent les hausses les plus rapides et les plus fortes. L'essor de l'investissement dans l'exploitation de nouvelles sources de produits de base et dans l'acquisition d'entreprises d'exploitation de ressources naturelles vers la fin des années 70 de même que l'explosion de la construction de logements en copropriété et d'immuables commerciaux dans certains centres urbains vers la fin des années 80 illustrent clairement le

eu pour effet de rendre l'expansion plus soutenable et d'en prévenir les conséquences inflationnistes. Cependant, ce qui à mon avis peut difficilement être remis en question, c'est la ferme résistance que la politique monétaire était tenue d'opposer à ces pressions de la dépense, étant donné l'évolution de la conjoncture. Si la politique monétaire avait été orientée autrement, la situation actuelle serait bien pire. Une politique d'argent facile face à un rythme d'expansion insoutenable aurait attisé l'inflation, accentué les distorsions économiques qui l'accompagne et intensifié le ralentissement qui suit inévitablement une période d'expansion de nature inflationniste.

De fait, il est plus pertinent de se demander si la politique monétaire n'aurait pas dû alors être davantage, et non moins, restrictive. On peut affirmer que si elle avait été plus rigoureuse encore, entraînant vraisemblablement une hausse des taux d'intérêt à court terme, nous aurions maintenant des taux d'intérêt plus bas, et ce, maintenant des taux d'intérêt plus bas, et ce, pour toute la gamme des échéances.

Comme je l'ai déjà mentionné, l'évolution de la conjoncture à l'étranger explique aussi en grande partie la situation économique au Canada. L'essor que nous avons connu récemment était largement tributaire de phénomènes extérieurs, à savoir la hausse marquée des cours mondiaux d'un vaste éventail de matières industrielles que nous produisons et la vigoureuse expansion économique et industrielle aux États-Unis. Plus récemment, ces deux facteurs ont agi dans le sens d'un ralentissement économique, et notre économie ne peut que s'en ressentir.

De même, il est évident que l'évolution future de la conjoncture internationale, particulièrement la fermeté de nos marchés d'exportation vers les États-Unis, déterminera largement la vigueur de la reprise économique au Canada et le moment où elle s'amorcera. Sur le plan intérieur, nous avons accompli des progrès en 1990 dans la mise en place des fondements d'une nouvelle expansion économique, grâce à l'atténuation des pressions inflationnistes et au plus grand réalisme dans la prise de décisions économiques que cela a fait naître. Les taux d'intérêt ont baissé. Et plus les entreprises et les particuliers tablent sur le recul de l'inflation, meilleures

Le 26 février 1991, à l'occasion du dépôt du budget du gouvernement fédéral, la Banque du Canada et le ministre des Finances ont annoncé conjointement des cibles de réduction de l'inflation au Canada. Ces cibles ont pour objet l'abaissement graduel, mais constant, du taux d'inflation jusqu'à ce que la stabilité des prix soit réalisée. Elles ont été fixées dans l'intention de donner aux Canadiens une idée claire de l'orientation à la baisse que la politique monétaire s'attachera à imprimer à l'inflation à moyen terme.

Le communiqué de presse émis par la Banque et reproduit à la fin du présent rapport donne de plus amples renseignements au sujet de ces cibles.

* * *

seront les perspectives d'une croissance soutenue.

La marge de manœuvre qui pourra être dégaie pour réduire les taux d'intérêt à l'avenir dépendra également des perceptions et des actions des participants aux marchés financiers. À court terme, ces perceptions et ces actions peuvent être conditionnées par une gamme de facteurs, dont certains seulement sont liés aux politiques économiques. C'est pourquoi il est si difficile de faire des prévisions dans ce domaine. On peut affirmer toutefois que le maintien de la confiance à l'égard de la valeur de la monnaie est la contribution fondamentale que la politique monétaire est en mesure d'apporter aux efforts de réduction des taux d'intérêt. Mieux nous parviendrons à instaurer cette confiance, plus nous serons assurés d'avoir des taux d'intérêt bas et qui restent bas. La Banque du Canada travaillera sans relâche à consolider les progrès accomplis jusqu'à maintenant.

Une monnaie saine est un investissement dans le bien-être économique du pays. Les efforts déployés au début des années 80 pour réduire l'inflation, après l'expérience désastreuse de la décennie antérieure, ont fourni les assises de l'expansion soutenue que notre économie a enregistrée les années suivantes. À l'aube de la présente décennie, nous devons renforcer et améliorer ce succès, et nous garder de répéter les mêmes erreurs.

viées qu'ils peuvent se procurer avec cet argent ou par rapport à d'autres monnaies. La crainte de l'inflation ébranle cette confiance et est préjudiciable à l'obtention de taux d'intérêt bas. Cependant, il faut du temps pour bâtir la confiance.

Les pressions de la demande se sont enfin sensiblement atténuées au Canada en 1990, et l'expansion de la monnaie, du crédit et de la dépense totale s'est ralentie. Dès la fin du printemps, cette évolution rendait possible l'amorce d'un recul des taux d'intérêt. Toutefois, en raison de l'aggravation de l'inflation et des attentes inflationnistes résultant des précédentes poussées de la demande au sein de l'économie canadienne, la tendance à la hausse des coûts et des prix est restée prononcée. Il était à craindre qu'elle soit renforcée par les pressions consécutives au renchérissement du pétrole et à l'importante majoration de l'ensemble des prix à la consommation par suite de l'entrée en vigueur, en janvier 1991, de la taxe sur les produits et services. Le danger était que cela engendrer une spirale des prix et des coûts. Les responsables de la politique monétaire sont très conscients de cette menace.

C'est pour cela que la Banque du Canada a été particulièrement vigilante lorsqu'il s'est agi d'influençer les liquidités des marchés monétaires. Devant le ralentissement de la demande et l'atténuation des pressions de nature inflationniste qui a suivi, elle a favorisé une baisse des taux d'intérêt sur les marchés, tout comme elle les avait poussés à la hausse, entre 1987 et 1989. En lorsque la demande était en pleine expansion. En même temps, la Banque a cherché à faire en sorte que l'atténuation des pressions inflationnistes puisse se poursuivre. Le seul moyen dont elle dispose est de donner l'assurance, par les mesures qu'elle prend, que la politique monétaire mise en œuvre a pour objectif d'orienter l'inflation sur une trajectoire descendante plutôt qu'ascendante.

À cet égard, je tiens à signaler que l'assurance que la Banque du Canada cherche à donner est que le dollar canadien conservera sa valeur interne. C'est ce qu'on entend par stabilité des prix. Il convient de souligner que cela ne revient aucunement à maintenir le taux de change à un niveau particulier et que, même si la politique monétaire doit bien sûr prévenir toute perte de

confiance envers le dollar canadien, c'est en protégeant la valeur de notre monnaie à l'intérieur de nos frontières qu'elle peut le mieux contribuer au maintien de sa valeur externe.

Le taux de change est un prix important au sein de l'économie canadienne, car il influe sur la demande, l'inflation et la production. C'est donc un facteur économique majeur dont la politique monétaire doit tenir compte, comme elle doit d'ailleurs le faire de toutes les autres grandes forces qui agissent sur l'économie. Étant donné le régime de taux de change flottants en vigueur au Canada, la Banque du Canada cherche à prendre en considération les effets de l'évolution du cours du dollar sur le profil probable de la dépense et de l'inflation au pays lorsqu'elle évalue les conditions monétaires ou détermine les mesures de politique monétaire à adopter. Toutefois, le fait qu'elle prenne en considération ces effets ne signifie pas qu'elle vise un taux de change en particulier pour le dollar ou cherche à maintenir les fluctuations du taux de change à l'intérieur d'une marge donnée. L'objectif de la politique monétaire doit être plus vaste que cela.

* * *

La plupart des commentaires sur les questions économiques portent, et cela est bien compréhensible, sur «l'ici et le maintenant», c'est-à-dire sur des événements qui se produisent au pays et qui y sont d'actualité. Mais les facteurs internes ne représentent qu'un aspect de la situation globale — même si, en dernière analyse, il s'agit du plus important —, et la conjoncture du moment découle habituellement d'évolutions et de politiques ayant eu cours pendant une période assez longue.

Lorsqu'on examine ce qui s'est passé, on constate qu'il aurait été plus facile d'éviter le ralentissement enregistré l'an dernier si la dépense n'avait pas progressé à un rythme aussi insoutenable durant la fin des années 80. On peut certes se demander dans quelle mesure on aurait pu ou dû prévoir l'ampleur de cet essor de la demande, qui tenait aussi bien à des facteurs internes qu'externes. On peut également se demander comment des politiques fédérales ou provinciales auraient idéalement pu être mises en œuvre pour contrer cette poussée, ce qui aurait

mes observations, la dépense a été exceptionnellement forte au Canada en 1987, 1988 et 1989. S'il est vrai que la situation n'a pas été la même dans toutes les régions durant cette période, il n'en demeure pas moins que la dépense nominale totale en biens et services a progressé en moyenne de 9 % par année, soit trois fois plus vite que la capacité de l'économie d'accroître sa production de façon durable. La croissance du crédit octroyé aux entreprises et aux ménages canadiens a été rapide, atteignant des taux supérieurs à 10 %, ce qui a alimenté non seulement des achats importants de biens et services, mais aussi un renchérissement des avoirs existants. Ainsi, le prix moyen d'une maison s'est accru d'environ 50 %. L'agrégat monétaire M2 a augmenté en moyenne de plus de 10 % par année. A mesure que se resserreraient les marchés des biens et de la main-d'œuvre, l'inflation et les attentes inflationnistes s'intensifieraient.

Dans ce contexte, l'ampleur de la hausse des taux d'intérêt et du raffermissement des conditions monétaires n'a pas de quoi surprendre. Mais la réaction d'un certain nombre de secteurs face à cette évolution a été à ce point vive qu'il me semble approprié de m'attarder quelque peu sur le sujet.

Il importe en premier lieu d'établir une distinction claire entre, d'une part, le principe qui sous-tend la politique monétaire, à savoir la promotion de la confiance à l'égard de la monnaie, et, d'autre part, la conjoncture économique changeante dans laquelle opère la politique monétaire. Une politique monétaire axée sur la stabilité des prix est une politique qui vise fondamentalement des taux d'intérêt bas. Il en est ainsi parce qu'il est indispensable, pour que les taux d'intérêt baissent et restent bas, que les agents économiques aient l'assurance que la monnaie conservera effectivement sa valeur, en d'autres termes que cette valeur ne sera pas sapée par de continues hausses de prix. C'est pourquoi il n'est pas juste de qualifier de façon abrégée, comme on le fait parfois, la politique monétaire canadienne mise en œuvre ces derniers temps de « politique de taux d'intérêt élevés ».

Même lorsque la politique mise en œuvre est invariablement anti-inflationniste, la conjoncture économique ainsi que les conditions monétaires n'en évoluent pas moins. La tendance à la

hausse des taux d'intérêt à court terme observée de 1987 au printemps de 1990 ainsi que l'appreciation du dollar canadien qui lui est en partie attribuable reflétaient donc la vigueur de la demande et de la demande de crédit, plutôt qu'un changement dans l'orientation fondamentale de la politique monétaire.

D'après certains commentaires sur la politique monétaire, la Banque du Canada aurait dû, même devant cette poussée inflationniste de la demande, du crédit et de la monnaie, adopter des mesures plus expansionnistes. Si elle l'avait fait, prétend-on, les taux d'intérêt n'auraient pas monté. Cette façon de voir semble s'appuyer sur l'hypothèse que, même dans un contexte inflationniste, plus le rythme de création de la monnaie est rapide, c'est-à-dire plus la banque centrale fait marcher la planche à billets, plus les taux d'intérêt sont censés baisser.

Cette hypothèse n'est pas fondée parce que, comme je l'ai fait remarquer plus tôt, la politique monétaire opère dans un contexte de marché. Bien entendu, la Banque du Canada est en mesure de favoriser une expansion de la masse monétaire. Elle est d'ailleurs la seule à pouvoir le faire. Mais elle ne peut pas garantir qu'il y aura des agents économiques disposés à détenir un surcroît de monnaie au même prix, c'est-à-dire sans variation de la valeur de cette monnaie. En effet, les difficultés surgissent lorsque la confiance à l'égard de la valeur de la monnaie commence à s'éroder, ou s'érode de plus en plus vite, et que les réactions des emprunteurs et des prêteurs sur les marchés poussent les taux d'intérêt à la hausse. Dans une telle situation, un recours plus intensif à la planche à billets ne réglerait évidemment rien. Au contraire, cela provoquerait un effritement encore plus rapide de la valeur de la monnaie et exacerberait les réactions négatives des marchés financiers.

La Banque dispose d'une certaine marge de manœuvre pour créer de la monnaie tout en favorisant une baisse des taux d'intérêt à court terme, mais cette marge est soumise à des limites importantes. Celles-ci sont déterminées par le degré de confiance avec lequel les détenteurs de monnaie canadienne, qui sont bien sûr des Canadiens pour la plupart, jugent que la valeur de leurs dépôts et de leurs placements se maintiendra par rapport aux prix des biens et ser-

l'extérieur de l'Amérique du Nord contribuera sans aucun doute à limiter les risques de ralentissement économique dans des pays comme le nôtre, où l'activité est actuellement peu vigoureuse. Mais toute médaille a son revers. L'essor de la demande intérieure en Allemagne et au Japon, surtout en Allemagne à cause des pressions découlant de la rapidité avec laquelle s'est effectuée la réunification, a provoqué la diminution de l'épargne pouvant être placée à l'étranger. Les fonds excédentaires que ces deux pays peuvent affecter à l'investissement outre-mer sont à la baisse, et les taux d'intérêt y sont à la hausse. En même temps, on n'observe aucun signe de progression de l'épargne dans d'autres pays.

Compte tenu du rôle croissant de l'Allemagne et du Japon dans l'économie mondiale, des pressions se sont exercées sur l'épargne et les taux d'intérêt réels à l'échelle internationale. Si la transformation économique qui est en train de s'opérer en Europe centrale et en Europe de l'Est soulève bien des points d'interrogation, l'ampleur considérable de la demande potentielle de capitaux ne fait quant à elle aucun doute. Par conséquent, les emprunteurs sur les marchés de capitaux — dont le Canada, qui est un emprunteur net important — ont dû se livrer une vive concurrence pour attirer des fonds, et il est probable que cela se poursuivra.

Au Japon, le volume des fonds disponibles pour les prêts à l'étranger a été réduit non seulement par l'amenusement de l'excédent de la balance extérieure de ce pays, mais aussi par des complications d'ordre financier. Les pressions exercées sur les fonds propres des institutions financières japonaises, par suite du recul marqué qu'a enregistré la bourse de Tokyo en 1990, ont entamé la capacité et la volonté de prêter de ces institutions, surtout à l'étranger. Une évolution similaire, mais d'une plus grande ampleur, a été observée aux États-Unis. Les problèmes qu'a connus le secteur financier américain ont emprunté divers canaux, mais tous étaient imputables dans une certaine mesure à l'essor remarquable du crédit et du financement par emprunt dans les années 80. Comme l'économie était de moins en moins capable de tolérer le haut niveau d'endettement qui en a résulté, la qualité du crédit s'est altérée. On s'est alors interrogé sur la solvabilité (ou la fragilité) de certaines institutions financières et sur les responsabilités qui incom-

lent aux organismes de réglementation

financière.

Je tiens à dire que si, dans le cas du

Canada, les ménages ont eux aussi fortement accru leur niveau d'endettement dans les années 80, les entreprises ont, pour leur part, adopté en général une approche assez prudente pour ce qui est du financement par emprunt de leurs opérations. Qui plus est, les institutions financières canadiennes dans l'ensemble paraissent bien pourvues pour résister aux pressions qu'exerce sur elles, après plusieurs années très prospères, une conjoncture moins favorable.

J'ajouterais que les difficultés que nous connaissons depuis peu permettent aussi de faire ressortir la valeur d'un précepte fondamental en matière de suivi des institutions financières. Ce précepte est que l'utilité des règles relatives à la surveillance prudentielle des institutions financières ne s'évalue pas en fonction de la contribution que ces règles peuvent apporter lorsque la conjoncture est favorable. Ce n'est pas pour ce genre de conjoncture qu'elles existent. La véritable question consiste à savoir dans quelle mesure ces règles peuvent contribuer à garantir que les institutions financières sont capables de résister aux pressions qui se manifestent inévitablement lorsque les conditions se dégradent.

La conjoncture internationale est très difficile. Même avant le déclenchement de la guerre, les incertitudes entourant la situation dans le Golfe avaient fortement influé sur le cours du pétrole et sur la situation économique de la plupart des pays. Les difficultés auxquelles se sont récemment heurtées les négociations sur le commerce multilatéral ont également accru les obstacles que doivent surmonter le Canada et les autres nations commerçantes du globe. Les pressions s'exercent avec sensiblement la même acuité sur tous les pays, et la mesure dans laquelle ces derniers réussiront à s'en sortir dépendra surtout de la qualité des politiques nationales, menées individuellement ou conjointement avec d'autres.

La conjoncture économique et la politique monétaire au Canada

Pour évaluer correctement la situation économique et monétaire en 1990, il faut l'analyser à la lumière des événements survenus au cours des années précédentes.

Comme je l'ai fait remarquer au début de

rôle de la politique monétaire n'est pas affaire d'opinion. Le seul levier dont la Banque du Canada dispose pour agir sur l'évolution financière et économique, c'est le contrôle qu'elle exerce sur l'offre de liquidités, c'est-à-dire les moyens de paiement utilisés dans l'économie. C'est ce qui explique que la politique monétaire, de par sa nature, concerne l'offre de monnaie et la gestion de l'expansion monétaire. C'est aussi ce qui explique que la fonction principale de la banque centrale est de sauvegarder la valeur de la monnaie nationale afin que celle-ci puisse jouer pleinement le rôle capital qui lui est dévolu au sein de l'économie.

La Banque du Canada s'est toujours donnée beaucoup de mal pour faire valoir ce dernier point parce que, entre autres raisons, elle se rend bien compte que sa conception du rôle de la politique monétaire se démarque nettement de l'idée que s'en font bien des gens. En effet, beaucoup considèrent que la politique monétaire doit servir à fixer ou à faire fluctuer le niveau des taux d'intérêt ou celui du taux de change, voire les deux. Il est vrai que les techniques utilisées par la Banque du Canada pour mettre en œuvre la politique monétaire ont une incidence à court terme sur les marchés monétaires et, par extension, sur les marchés des changes. Mais cette incidence, aussi importante soit-elle pour la transmission de la politique monétaire, n'est pas celle que vise fondamentalement cette dernière. C'est par l'influence que la banque centrale exerce sur l'offre de monnaie et, par ricochet, sur la confiance à l'égard de la monnaie que la politique monétaire peut avoir un effet durable sur les taux d'intérêt et le taux de change. Cette confiance est l'élément déterminant que la Banque du Canada peut faire intervenir dans les jugements que portent, sur l'évolution des taux d'intérêt et du taux de change, les prêteurs et les emprunteurs. La confiance qu'éprouvent ces derniers oriente leurs attentes quant à la valeur future de l'argent prêté ou emprunté et quant à la tenue du dollar canadien par opposition à celle de toute autre devise. De toute évidence, ce sont des jugements globaux comme ceux-là qui, essentiellement, déterminent le niveau auquel se situent les taux d'intérêt et le taux de change. Mais il est tout aussi évident que la Banque du Canada ne peut dicter aux prêteurs et aux emprunteurs quels jugements porter ni à quel moment les porter pas plus qu'elle n'a de prise sur les considérations de

nature autre que monétaire qui pourraient entrer en ligne de compte. Voilà pourquoi ceux qui soutiennent, et ils sont assez nombreux, que la Banque a le pouvoir de fixer le niveau des taux font fausse route; leur perspective se limite aux effets à court terme des techniques utilisées au lieu de s'attacher à des impératifs de cohérence et de confiance. La Banque du Canada peut et doit amener les agents économiques à fonder leurs jugements sur l'assurance que la politique monétaire ne sera pas inflationniste.

Avant de passer à l'évolution économique récente, je tiens à émettre un dernier commentaire, à savoir que la confiance à l'égard de la monnaie, contribution que peut apporter la politique monétaire à la santé de l'économie, se construit lentement et avec soin. La stabilité des prix ne peut être réalisée de jour au lendemain. C'est un objectif qui exige patience et ténacité de la part des autorités monétaires. Ainsi, une confiance croissante dans la détermination des autorités de ne pas laisser les forces inflationnistes, quelle que soit leur origine, engendrer une spirale inflationniste constitue une étape importante vers la réalisation d'un climat non inflationniste, étape que nous avons bon espoir de franchir au cours de l'année qui vient.

La conjoncture économique et financière internationale

Une autre partie du présent rapport traite en profondeur de l'évolution internationale. Aussi mes remarques porteront-elles ici exclusivement sur les aspects de cette évolution qui ont eu une incidence particulièrement directe sur la situation économique et financière au Canada.

Sur le plan économique en général, les écarts exceptionnellement prononcés entre les rythmes d'activité des grands pays industriels ont constitué l'un des éléments les plus notables de la conjoncture internationale, surtout si on se rappelle la situation observée durant la récession de 1981-1982. Alors que les États-Unis, le Royaume-Uni et le Canada sont en période de récession, la demande et la production dans un certain nombre de pays industriels, l'Allemagne et le Japon en tête, restent vigoureuses. Dans ces deux pays, la dépense intérieure a été particulièrement forte, et l'inflation, même si elle a affiché une tendance à l'accélération, a été relativement faible.

Le dynamisme persistant de la demande à

L'année qui vient de s'écouler aura été,

pour l'économie canadienne, difficile et remplie de défis. Après trois années au cours desquelles la dépense s'était maintenue à des niveaux insoutenables et les pressions inflationnistes s'étaient avivées, l'économie a connu un rajustement en 1990, l'activité s'étant fortement ralentie. Les distorsions économiques imputables à l'inflation se sont accumulées à mesure que s'enracinaient l'inflation et que s'intensifiaient les attentes inflationnistes. Par conséquent, le ralentissement de l'activité économique a été plus prononcé et, dans ce climat de récession, les entreprises et les particuliers ont dû effectuer des ajustements

généralement exigeants et souvent douloureux. Notre situation économique a été compliquée par des facteurs liés à l'évolution de la conjoncture internationale, notamment la nécessité d'absorber le renchérissement du pétrole occasionné par la crise du golfe Persique. Plus récemment, le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient est venu accroître l'incertitude entourant l'évolution de l'économie mondiale.

Dans des périodes de tension comme celle que nous traversons, les politiques économiques font l'objet d'un examen particulièrement serré, qui porte non seulement sur les différentes mesures adoptées mais aussi sur les raisons pour lesquelles elles ont été adoptées. La politique monétaire n'échappe certainement pas à pareil examen. C'est pourquoi je voudrais, avant d'examiner de plus près l'évolution de la conjoncture économique et de la politique monétaire, vous livrer certaines réflexions générales sur la politique monétaire.

Le rôle et le champ d'action de la politique monétaire

Au cours de l'année dernière, la politique monétaire au Canada a suscité une quantité et une variété impressionnantes de commentaires et de recommandations. Néanmoins, il semble que si la nature fondamentale de la politique moné-

taire, et, par conséquent, ce qu'on peut raisonnablement attendre d'elle, était expliquée plus en profondeur, le débat serait plus constructif.

Que la monnaie soit le fondement de notre économie va tellement de soi qu'il est facile de perdre de vue l'importance capitale de ce fait. Aussi vaut-il la peine de souligner que le rôle joué par la monnaie au sein de notre économie est absolument essentiel. C'est elle qui met en relation acheteurs et vendeurs, épargnants et investisseurs, prêteurs et emprunteurs sur tous les marchés, partout au pays. Pour que les Canadiens aient pleine confiance dans la monnaie qu'ils utilisent. Et seule une monnaie qui conserve sa valeur peut inspirer cette confiance. Il est donc logique que les autorités monétaires aient pour objectif fondamental de préserver la valeur de la monnaie et par conséquent qu'elles évitent les actions susceptibles de miner cette valeur.

Voilà pourquoi la Banque du Canada a insisté sur l'importance d'engager la politique monétaire sur une voie qui mène à la stabilité des prix et non à l'inflation. En un mot, notre économie fonctionnera mieux si la monnaie que nous utilisons est fiable. Les coûts que l'inflation fait porter aux Canadiens sont examinés plus en détail dans la prochaine section du présent rapport.

Il ne faut pas croire que l'importance que nous accordons à une politique monétaire axée sur la stabilité des prix signifie que la politique monétaire est une panacée, autrement dit une solution infaillible à tous les maux économiques dont le Canada peut être affligé, ou que d'autres politiques comptent peu. Le message que nous voulons transmettre, c'est que la capacité de la politique monétaire de contribuer, année après année, à la bonne tenue de l'économie procède avant tout de sa capacité de nourrir la confiance à l'égard de la monnaie nationale.

7	OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL
13	LES AVANTAGES DE LA STABILITÉ DES PRIX
	L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE
17	La demande, l'activité économique et l'inflation
25	L'évolution monétaire et financière
34	L'évolution internationale
	LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA
41	La mise en œuvre de la politique monétaire
43	La gestion de la dette publique et du Trésor
47	Les opérations de change
50	L'émission des billets de banque, le service de la dette et les opérations bancaires
53	TABLEAUX EN ANNEXE
	COMMUNIQUE
65	Cibles de réduction de l'inflation
67	ÉTATS FINANCIERS
77	CONSEIL D'ADMINISTRATION
78	PRINCIPAUX CADRES
79	REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES

Bank of Canada • Banque du Canada

Ottawa K1A 0G9

John W. Crow
Gouverneur - Gouverneur

le 27 février 1991

L'honorable Michael H. Wilson, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de la Loi

sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur de vous

remettre mon rapport pour l'année 1990 ainsi

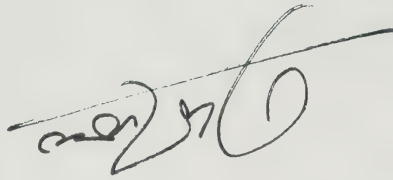
qu'un état des comptes de la Banque pour l'exercice
clos le 31 décembre dernier, signé et certifié de

la façon prescrite par nos statuts.

Vous agréer, Monsieur le Ministre,

l'expression de mes sentiments distingués.

Le Gouverneur,



Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-90-321

CN ISSN 0067-3587

Imprimé au Canada

Banque du Canada

**Rapport annuel du gouverneur
au ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année
1990**

1990

Rapport annuel du gouverneur
au ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année



Banque du Canada

A1
473
455

Government
Publications



Bank of Canada



Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1991

Bank of Canada

Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1991

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-90-381

CN ISSN 0067-3587

Printed in Canada on recycled paper

Bank of Canada · Banque du Canada

John W. Crow
Governor - Gouverneur

Ottawa K1A 0G9

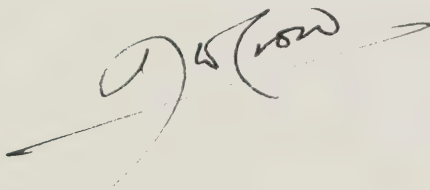
28 February 1992

The Hon. Donald F. Mazankowski, P.C.
Minister of Finance
O t t a w a

Dear Mr. Mazankowski,

In accordance with the provisions of
the *Bank of Canada Act*, I am submitting my report
for the year 1991 and a statement of the Bank's
accounts for this period, signed and certified in the
manner prescribed in the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'J. W. Crow', with a long horizontal flourish extending to the right.

BANK OF CANADA

REPORT OF THE GOVERNOR - 1991

GENERAL OBSERVATIONS	7
ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS	
International environment	13
Domestic economic activity and inflation	17
Domestic monetary and financial developments	23
BANK OF CANADA ACTIVITIES	31
BANK OF CANADA OPERATING EXPENSES	37
FINANCIAL STATEMENTS	41
BOARD OF DIRECTORS	51
SENIOR OFFICERS	53
REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES	55

GENERAL OBSERVATIONS

The Bank of Canada's annual reports, besides conveying its financial statements and an account of its activities, provide an opportunity to review economic and financial developments in the light of the Bank's monetary policy responsibilities.

These first pages aim to give a broad perspective. This is particularly important for monetary policy, because its purposes and results are far from captured within the limits of what happens in a given year. At the same time, the annual calendar does provide a chance to take stock of recent events and the progress being made in the direction we need to go.

Let me begin with the economy. As we all know, the past year has been difficult. The Canadian economy has been slow to break free from recession. What may be less widely recognized is that this sluggishness has reflected a more general problem among industrial countries. This problem has its roots in the spending/debt syndrome of the latter half of the 1980s when unsustainable levels of spending and inflationary pressures were accompanied by sharply rising debt burdens. The fallout from these excesses has been weighing on the economies of a number of countries.

The international economic environment has been challenging in other respects as well. Globalization of markets has expanded economic opportunities, but the associated rationalization of production has also added to economic uncertainties. Tensions have persisted in the area of international trade. And developments in Eastern Europe and the former Soviet Union can only increase the pressures on world savings.

The next section of this report describes how major industrial nations have been affected to varying degrees by these problems. But what should be noted here is the extent of the impact in the United States, our major trading partner, of the persistent overhang of overvalued real estate and accumulated debt burdens on govern-

ments, businesses and households. U.S. banks and other financial intermediaries have had a correspondingly difficult passage, giving rise to concerns about a "credit crunch." It was not really possible to gauge closely how much this unprecedented situation would prove to be a brake on U.S. economic activity, but in the event the U.S. economy dragged all year.

The pattern of excesses in spending, inflation and debt accumulation followed by a difficult period of recession and adjustment has been a feature of recent developments in Canada as well. Problems of this nature originating abroad have compounded those created domestically. Economic expansion did begin to revive here in the spring. There was a pickup in areas of spending, such as housing, that are particularly sensitive to reductions in interest rates. But the economy then hesitated as the international demand for Canadian exports softened and weakness in world commodity prices persisted. Also, Canadian consumers remained cautious. Uncertainty about our economic prospects was by all accounts one factor in this caution, but the fact that Canadian households had also run up their debts to record levels through the second half of the 1980s was another. And the accumulation of public sector debt in Canada has meant that fiscal policies have needed to focus on deficit containment and reduction.

Problems like these, stemming from excesses stretching over a number of years, by their very nature do not have quick solutions. At the same time, it is worth underlining that progress was made in 1991 in overcoming these imbalances, and their drag on economic activity should be correspondingly less in 1992 and beyond.

In Canada, one major change as we enter 1992 is that interest rates are much lower than earlier. This is a step in a good direction. Its effects are already being felt. And it is important.

Few will question this. The challenge is whether interest rates can come down still lower, with the prospect of staying down.

It cannot be stated too often that the only way to achieve generally low interest rates is through lower rates of inflation and widespread confidence that inflation will not be allowed to be a threat in the future. The past year has provided useful evidence of this. Interest rates have fallen across the entire maturity spectrum, because people have increasingly come to believe that Canadian money will hold its purchasing value. Indeed, rates on bank loans and mortgages have been lower than Canadians have seen in nearly 20 years. Further progress can be achieved as confidence grows that monetary policy will continue to follow a path towards price stability.

Building confidence in the economy through monetary policy

In times like these it is particularly important to provide a clear perspective on what public policies can contribute in a lasting way to the economic health of the country, because no one policy can simultaneously address all our challenges.

The unique contribution that monetary policy can make is to provide money that can be used with confidence across the whole economy. Only when money holds its value will it hold confidence. Therefore, the guiding principle for Canadian monetary policy has been to seek a rate of monetary expansion consistent with ensuring that the value of money is not eroded by inflation.

This is important. As explained in detail in last year's Annual Report, the costs of inflation are pervasive and significant. A policy that tolerates inflation makes it more difficult for our economy to realize the basic goals of sustained high employment and rising living standards. And because the costs of inflation do not fall equally on all Canadians, it is unfair and socially divisive.

However, fostering a climate of price stability does take time. Given the protracted inflation in this country in recent decades, there has been a buildup of inflationary reflexes and an accumulation of decisions taken in the expectation that inflation was bound to persist.

Furthermore, in the late 1980s we lost ground in curbing inflation on account of the boom in spending and the overheating in many sectors of the economy. Therefore, much of the effort of monetary policy in recent years had to be directed at retrieving this ground. In these circumstances there has been a good deal of scepticism about the likelihood that price stability would be achieved in Canada.

To provide Canadians with a clear affirmation that price stability remains the goal of monetary policy and an indication of the time path for meeting that goal, formal targets for reducing inflation were announced jointly by the Bank of Canada and the Government of Canada in February 1991. These targets are detailed in the section of this report dealing with Bank of Canada activities. In recognition that reducing inflation requires a gradual, but progressive, approach stretching over several years, the targets set out the downward path for inflation that monetary policy will aim at over the medium term.

Many people understand that inflationary policies are damaging to the economy. But it is nonetheless an article of belief among some observers that price stability, trust in the value of money, means high unemployment. This is clearly not the case. In Canada, during much of the 1950s and 1960s, a situation of virtual price stability was accompanied by high employment and strong output growth. And in countries like Japan and Germany, policies to preserve price stability have gone hand-in-hand with good overall economic performance. In our current circumstances, what will reconcile receding inflation and strengthening economic activity is the downward adjustment of expectations concerning future inflation and a change in behaviour based on these expectations. This adjustment in turn depends a lot on how strongly people believe that monetary policy will indeed hold to the path to price stability. The Bank of Canada attaches great importance to this fact.

As for Canada's recent inflation performance, 1991 began with high world oil prices and the introduction of the federal goods and services tax (GST). The headline rate of inflation – the 12-month increase in the consumer price index (CPI) – moved sharply higher, to almost 7 per cent, at the beginning of

the year. And with the subsequent imposition of a variety of other indirect taxes by both federal and provincial governments, much doubt was expressed about the chances of any significant decline in inflation over the year. Not surprisingly, this scepticism extended to the first formal milestone of the inflation-reduction targets – that is, to get down to a 3 per cent pace of inflation by the end of 1992.

Views appear to have shifted a great deal in recent months. Indeed, now it is not uncommon to hear the reverse – that inflation has collapsed and that the Bank of Canada should claim victory.

I believe that a more measured assessment of developments is warranted.

In the first place, the issue is not, as is so often contended, one of “wars,” “defeats” or “victories.” The issue is the fundamental importance of having and maintaining a policy that provides monetary stability as a means to growth and productivity in our economy.

Furthermore, the pessimism of early 1991 was clearly overdone, and recent developments, while very positive, do not mean that inflation has disappeared. However, without a doubt, the steady decline in price inflation has had favourable effects on near-term inflationary expectations, as well as making the inflation-reduction targets that stretch beyond the near term more generally believable, and therefore more readily achievable. The fact that the economy was able to absorb the GST and the other indirect tax changes without provoking an inflationary spiral – a process of wages chasing prices, prices increasing further as a result, and so on – has been especially welcome. Certainly, the Bank of Canada has sought to make absolutely clear that monetary policy would not finance such a destructive process. The way that the price effects of the GST have been successfully absorbed has become even more widely recognized with the recent publication of the January 1992 CPI numbers.

In addition, a slowing in the upward trend of underlying costs of Canadian production has also begun, although, as is usually the case, this slowing has lagged behind the slowing in prices. Such an adjustment is important to secure progress to improved economic performance in Canada. It is a condition for improving the

financial situation of businesses and providing a sound basis for expanding production and employment.

One important way in which eased concerns about inflation have shown up has been in the behaviour of long-term interest rates. Since their peak in the spring of 1990 these rates have fallen by over 2½ percentage points. The long-term rate differential between the United States and Canada has also declined appreciably over the period. In other words, savers and investors no longer demand as large an interest rate premium to protect themselves against inflation and other risks that could erode the value of their investments in Canada.

In summary, but without wishing to downplay the inevitable uncertainties ahead, we appear at this stage to be “on track” to achieving the inflation-reduction targets. This in turn holds the promise of a constructive, mutually reinforcing, process: achieving the initial target increases confidence that those further out will also be met. Such confidence provides a firm monetary foundation for lower interest rates, economic recovery and a sustained improvement in the performance of the Canadian economy. This monetary contribution cannot be a general guarantee, but it does matter a lot.

Recent Canadian monetary policy

From their peak in the spring of 1990 to the end of February 1992, short-term interest rates declined by over 6½ percentage points while long-term rates, as noted, declined by over 2½ percentage points. Borrowing and deposit rates at financial institutions have fallen similarly. This fall in interest rates across the spectrum has been nourished by the increased confidence of holders of Canadian dollar financial instruments (mostly Canadians) that the policy of reducing the rate of inflation will be successful. The drop in short-term rates since the peak in the spring of 1990 has been much greater than the decline in inflation.

The recent moderate growth of the various measures of money and credit has lent support to the view that the value of money in Canada will be maintained and, therefore, has contributed to the declines in interest rates. From annual rates of expansion of money and credit running in double digits two years ago, the pace

has slowed significantly, with the broadly defined monetary aggregates increasing at between 6 and 8 per cent and private sector credit increasing at about 4 per cent.

Although the growth of the monetary aggregates has been reasonably well sustained, it tended for much of the past year to run at the lower end of the ranges for monetary expansion that we viewed as consistent, in the circumstances, with the contribution that monetary policy could responsibly make to the expansion of spending in the economy. This assessment of the performance of these aggregates, along with direct evidence on the development of spending in the economy and on inflation, encouraged the Bank in its actions to foster an easing of monetary conditions through 1991 and in the first months of 1992.

In putting its policy into effect, the Bank operates at the short-term end of the financial market, and its primary interest rate influence is felt at the very shortest end of that market. This involves influencing the rate on overnight financing in the money market through the quantity of settlement balances it makes available to the financial system. From time to time this basic cash balance technique is supplemented through sales or purchases of treasury bills. These operations, together with discussions of economic and financial developments, are chronicled throughout the year in the published minutes of the meetings of the Bank of Canada's Board of Directors.

Beyond the shortest end of the domestic financial market, interest rates are determined to a much greater degree by the expectations and decisions of savers and borrowers. Of course, in coming to their decisions, savers and borrowers take account of the thrust of monetary policy and what they believe other economic policies of governments are aiming to accomplish.

Indeed, what needs to be emphasized here is not the technical details of our operations, but that those operations take place in a market environment that the Bank cannot disregard or override. In other words, given the enormous size of the money market – Government of Canada treasury bills alone account for some \$150 billion – the expectations of savers and borrowers matter enormously. Therefore, the common view that the Bank of Canada can set short-term market interest rates in some

unilateral and arbitrary fashion without regard for the views and attitudes of savers and borrowers is totally unrealistic.

What the Bank of Canada can do if savers and borrowers have confidence that monetary policy will lead to lower inflation, and what the Bank was aiming to do during 1991 in light of the evolving financial and economic climate, is to manage down short-term interest rates in a progressive manner. In making judgments about the pace of interest rate decline, the Bank naturally was influenced in the latter part of 1991 by the signs of a renewed hesitation in the economy and by the growing evidence of an improvement in inflation and a lessening of concerns that inflation would persist in the future.

Participants in financial markets have ready access to a comprehensive range of economic and financial information. On this basis they can and do draw conclusions about the likely future developments in the market – including the course of action that the Bank of Canada might take.

We seek to pursue a steady course in our actions. Within this steady course, we have in the past year sometimes encouraged a faltering money market and on other occasions sought to temper a rush of market enthusiasm that might have provoked a decline of short-term interest rates too rapid to be sustained. Abrupt changes can themselves be counter-productive if they provoke uncertainty about our monetary policy intentions. At all times our guiding principle has been to act, and be seen to act, in a way that maintains confidence in the commitment of the Bank to the progressive achievement of price stability.

The Bank's actions do not have a direct impact on bond markets, but an important result of this policy approach has been the encouragement that it has provided for a pronounced downward movement of medium- and longer-term interest rates. If this seems an abstract point, it is worth noting that house mortgage rates are heavily influenced by interest rates in the bond market.

Although overall monetary conditions eased considerably in 1991 as a result of the sharp drop in interest rates, the external value of the Canadian dollar was buoyant through much of the year, both against the U.S. dollar and in

terms of a broader measure that includes all major currencies. However, late in 1991 the Canadian dollar declined in value, closing at about the same level as a year earlier. In the first two months of 1992 the Canadian dollar declined further and, as one would expect, the weakening in the exchange market spilled over into the Canadian money market.

The exchange rate for the Canadian dollar is the net result of a range of forces, some domestic, some foreign. Here, however, it may be noted that confidence in Canadian policy played an important role in the foreign exchange market's valuation of the Canadian dollar, even though interest rate differentials declined significantly vis-à-vis all the major countries, including the United States. This confidence was apparent in strong demand by foreigners for Canadian dollar securities in both the domestic market and the Euro-Canadian dollar market.

Indeed, non-resident borrowers themselves issued a substantial quantity of securities denominated in Canadian dollars, thereby taking advantage of the widening appetite around the world for investments in Canadian dollars in a market for financial assets that has become dramatically more global in recent years.

The external value of the Canadian dollar and where it fits in policy has continued to be a topic of much debate. Let me therefore make some comments on how the exchange rate fits into the Canadian monetary policy framework.

Over time, the basic factor underpinning the value of our currency in exchange markets is our ability to maintain the confidence that the domestic value of the Canadian dollar will not be eroded by inflation. As pointed out earlier, it is this domestic objective that is fundamental for Canadian monetary policy.

Accordingly, while the exchange rate plays an important role in the Canadian economy, it is not a basic target for monetary policy. Monetary policy is centrally about sustaining a pace of monetary expansion that is non-inflationary in order to preserve the integrity of money for Canadians.

But this does not mean that the Bank ignores the exchange rate when it initiates policy actions to affect monetary conditions. It takes careful account of movements in the exchange rate because such changes have important effects on aggregate demand and on prices. Furthermore, the Bank is always sensitive to the need to maintain through its actions confidence in the Canadian dollar in the event of financial disturbances.

* * * * *

The sluggishness in demand in the past year provides a good example of how developments in earlier periods can have lingering effects in the following years. The pile-up of deficits and debt during the 1980s is still being digested by the economic system and has inhibited its performance.

There is also plenty of evidence around the world of the wider damage done when monetary confidence is lost.

Fortunately, Canada does not need to share it. The investment of Canadian monetary policy in a stable monetary framework can now provide a fundamental basis for low interest rates as recovery proceeds. Of course, other things need to go right as well, but recognizing this does not prejudice the very real contribution that is being made by monetary confidence in supporting good economic performance.

ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS

International environment

On the international front, economic activity in 1991 was inhibited by the after-effects from the excessive spending, inflation and debt accumulation of the latter half of the 1980s. In some countries the recovery from recession has been sluggish, while other countries have experienced a slowing from unsustainably high rates of expansion. The softer economic environment contributed to a decline in world commodity prices.

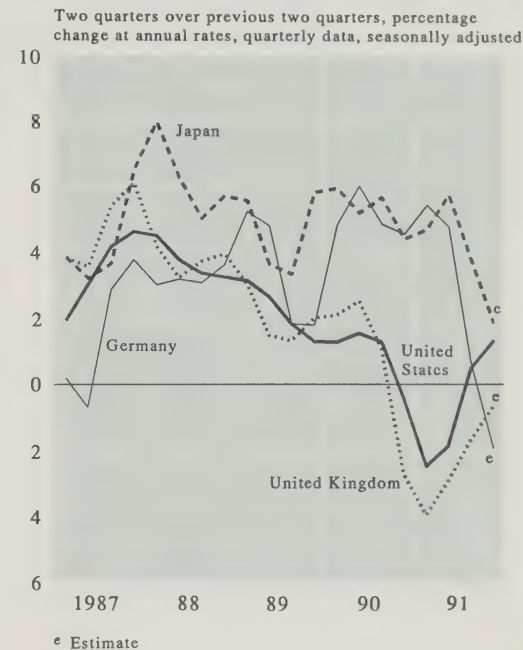
Economic activity and inflation

Those foreign economies that were subject to the strongest demand and inflationary pressures during the latter half of the 1980s, such as the United States and the United Kingdom, were among the first to tighten monetary conditions. However, pressures that had built up over this period were not easily reduced, and these countries experienced a significant slowing in the growth of domestic demand.

The “soft landing” that had been hoped for in the United States and the United Kingdom actually turned into recession in the second half of 1990, in part because of unforeseen international events such as the Iraqi invasion of Kuwait and the related volatile movements in oil prices, as well as the associated sharp declines in consumer and business confidence.

The United States and the United Kingdom were still in recession at the start of 1991. As the year progressed, there were few signs of recovery in the United Kingdom, whereas the United States recorded positive, if very modest, rates of expansion. Heavy debt servicing requirements, combined with other factors such as declining real estate prices and relatively low levels of consumer and investor confidence, have contributed to the sluggishness of the recovery.

Output in selected major industrial countries



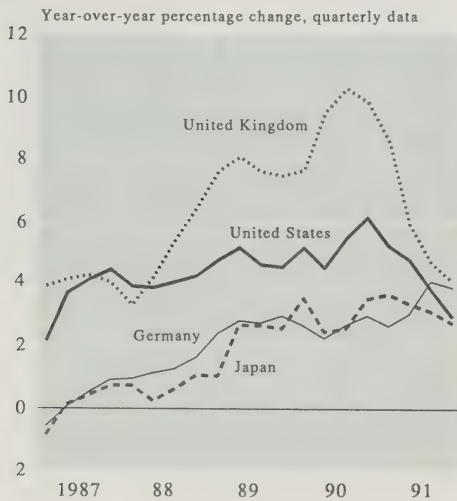
Germany and Japan, whose rapidly expanding economies had provided an impetus to demand in other countries through 1989 and 1990, began to experience a slowing in the pace of activity in 1991. In Japan, there was some reversal of the earlier speculative run-up in real estate and stock market prices in response to firmer monetary conditions. And those Japanese financial institutions with a significant portion of their assets either backed by or invested directly in real estate and the stock market entered a period of consolidation after many years of rapid credit expansion.

During 1990, the German economy operated at unsustainable levels of activity, driven in part by large budget deficits associated

with unification as western Germany transferred large sums to eastern Germany. As inflationary pressures mounted, monetary conditions tightened, with the result that the pace of economic expansion moderated through 1991. The economic and political uncertainty that surrounded events in Eastern Europe and the former Soviet Union, and the higher taxes that were introduced mid-way through the year to finance the transfers to eastern Germany, also contributed to the moderation.

In 1991, inflation pressures eased in the United States and all the major overseas economies, with the exception of Germany where the level of demand remained high relative to available supply through the year.

Consumer prices

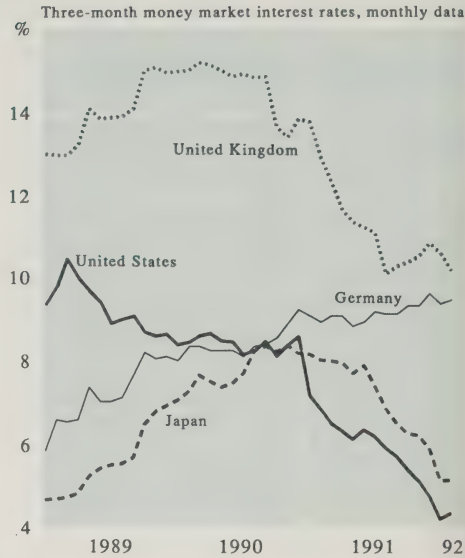


Interest rates and exchange rates

Through 1991, the marked easing of demand pressures and the improvement in inflation in most countries provided scope for lower short-term interest rates.

Substantial declines in short-term interest rates were recorded in the United States, the United Kingdom and Japan. In contrast, short-term interest rates rose in Germany as demand and inflationary pressures persisted. In all countries, however, the anti-inflationary stance of policies contributed to a decline in long-term rates.

Short-term interest rates in selected major industrial countries

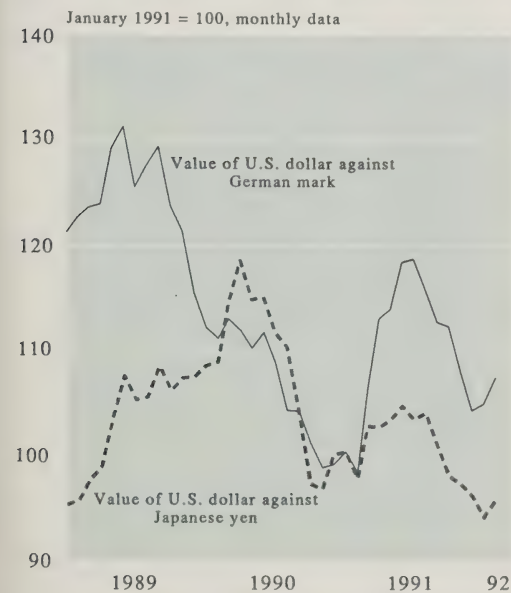


Long-term interest rates in selected major industrial countries



Movements in exchange rates over the year reflected changing interest rate differentials as well as a number of other economic and political factors. The U.S. dollar depreciated sharply against the major overseas currencies in the second half of 1990 and remained at low levels in early 1991 in response to weak domestic demand, declining U.S. interest rates and uncertainty surrounding developments in the Middle East. Though the dollar rebounded through mid-1991 on a temporary resurgence of consumer and investor confidence following the Gulf War, it subsequently declined again as the post-war mood dissipated, economic activity in the United States appeared to stall, and there was a further significant easing in U.S. interest rates.

U.S. dollar against selected foreign currencies

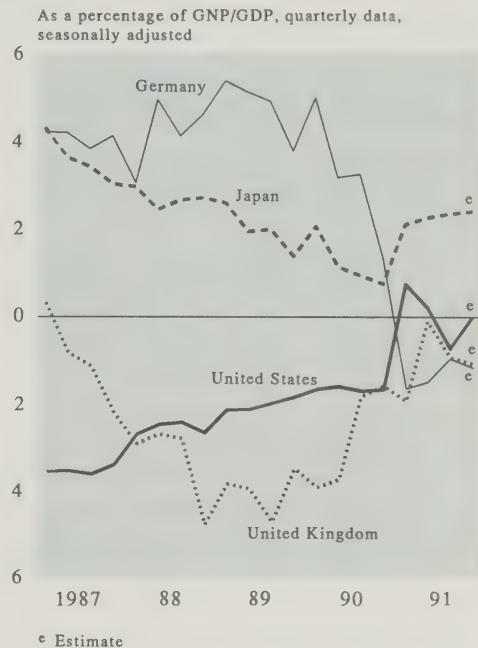


International trade and payments

External imbalances across many of the major industrial countries declined further in 1991 and are now significantly lower than the record levels reported in the mid- and late 1980s. Though much of the improvement in 1991 reflected changes in underlying economic con-

ditions and exchange rate movements, some of it was due to temporary factors – among these, the large transfer payments received by the United States from Germany and Japan after the Gulf War.

Current account balances

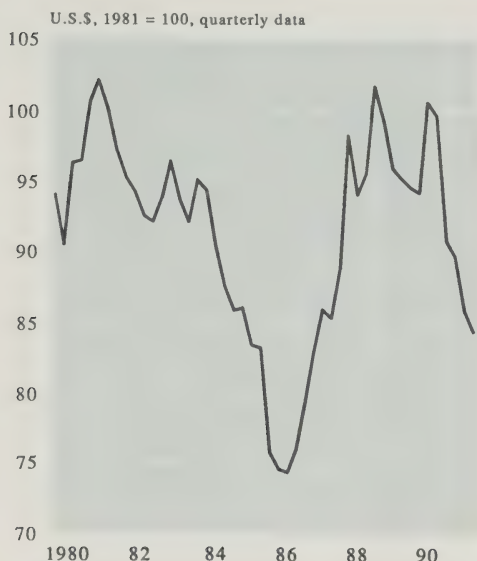


In 1991 trade frictions reemerged as an important concern. Disputes between Japan, Europe and the United States have attracted increased attention in recent months, raising concerns about renewed protectionism and the emergence of restrictions on international trade flows. These disputes have also impeded progress on the Uruguay Round of the General Agreement on Tariffs and Trade (GATT). These multilateral negotiations are of particular importance to Canada, which is highly dependent on world trade in both manufactured and primary products.

World commodity prices

Sluggishness in industrial production in the major world economies and additions to productive capacity in commodity exporting countries led to further declines in world commodity prices in 1991. In U.S. dollar terms, the average price of commodities produced in Canada fell to its lowest level in four years.

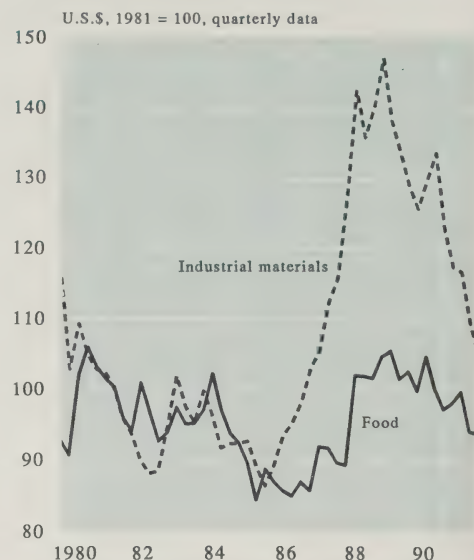
General commodity price index



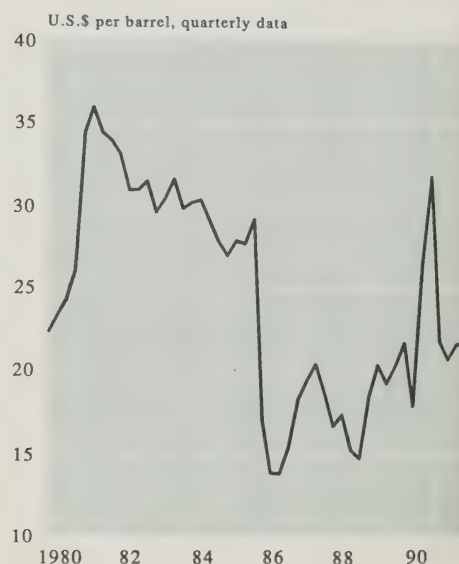
Prices of industrial materials and many food products were affected as well by rising inventories and, in the case of certain metals, a sharp increase in exports from the former Soviet Union as authorities tried to replenish their foreign exchange reserves. A notable exception in this regard was the price of wheat, which rose through most of the year in response to declining world stocks and increased import demand from the former Soviet Union.

Following the sharp upward movement and subsequent reversal of crude oil prices surrounding the events in the Persian Gulf, world oil prices remained relatively unchanged through most of 1991. Withdrawal of Kuwaiti

Food and industrial materials prices



World oil prices



and Iraqi supplies from oil markets and a marked decline in production in the former Soviet Union were largely offset by increased production in Saudi Arabia and reduced demand in North America.

Domestic economic activity and inflation

Total dollar spending continued to grow slowly in 1991, while inflation declined. The moderation in inflation and subsequent easing in monetary conditions have provided the basis for recovery from recession. Nonetheless, the consequences of past inflationary behaviour, such as rising costs and indebtedness as well as over-investment in certain sectors, continued to exercise a moderating influence on domestic demand, while the sluggishness of activity in the United States and the slowdown in the overseas economies dampened foreign demand. Weakness in world prices for commodities also had the effect of slowing the growth of real income and demand in Canada.

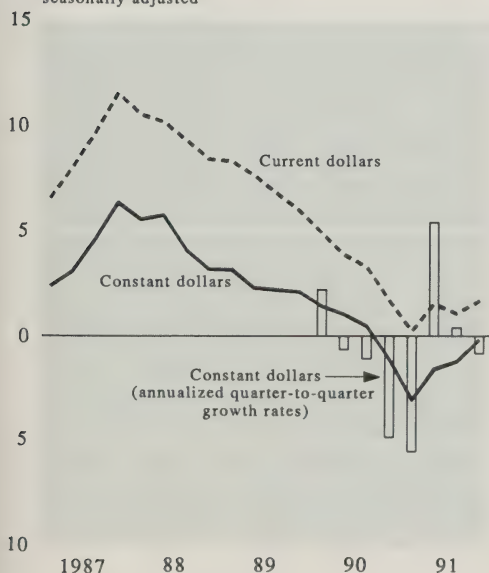
Aggregate demand

The economic slowdown continued into the first quarter of 1991, amid disturbances arising from unstable oil prices, the decline in demand in the United States and the realignment of relative prices in Canada resulting from federal sales tax reform. The Canadian economy rebounded sharply in the second quarter, but there was virtually no growth in the remainder of the year.

After posting a strong recovery in the second and third quarters of the year, Canadian exports in volume terms fell in the last quarter, mainly reflecting the sluggishness of the U.S. recovery, particularly the weakness in the

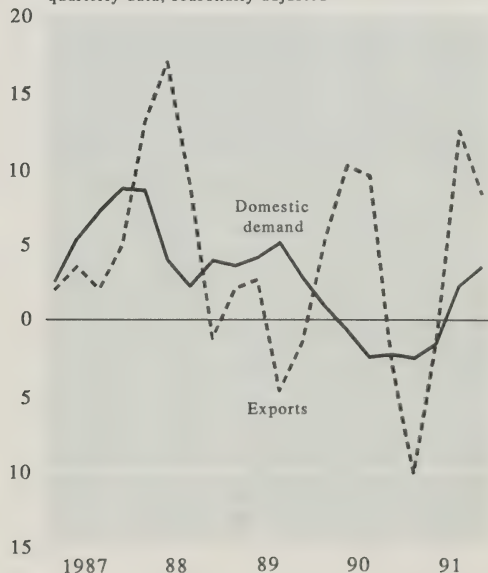
Gross domestic product

Year-over-year percentage change, quarterly data, seasonally adjusted



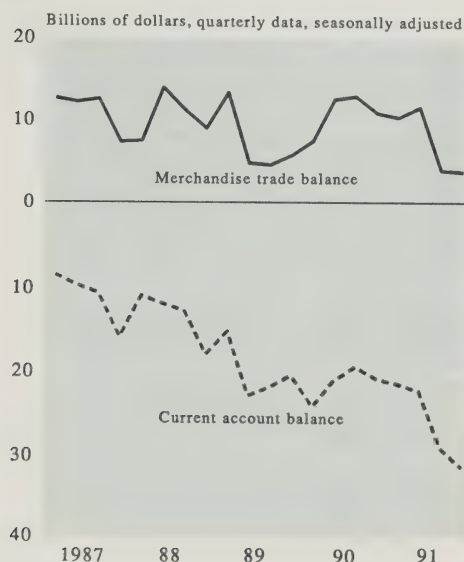
Domestic demand and exports, constant dollars

Two quarters over previous two quarters, percentage change at annual rates, quarterly data, seasonally adjusted



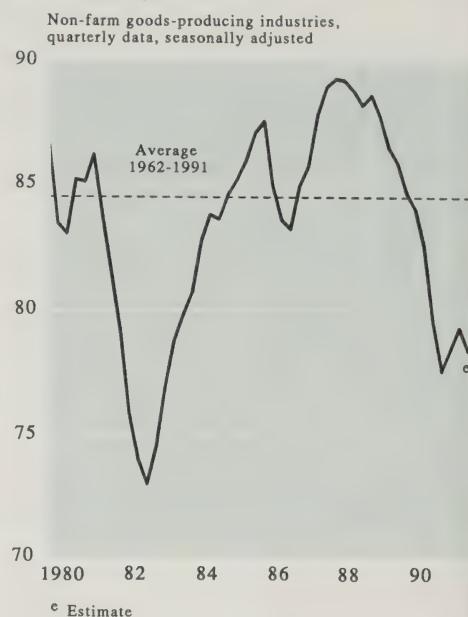
automobile sector. As noted earlier, export revenues and consequently national income were adversely affected by the weakness in world commodity prices. While the strength of the Canadian dollar undoubtedly accentuated the decline in export prices in Canadian dollars, it also contributed to the decline in import prices, thereby moderating the deterioration in the terms of trade. However, the fall in import prices was also a factor in the rise in imports at the expense of Canadian-made products. In this context, the Canadian trade surplus declined sharply and the current account deficit for the year grew by almost \$5 billion.

Balance of payments



Investment spending increased substantially in the energy sector, particularly in utilities and pipeline construction. However, shrinking profit margins and the generally high level of excess capacity led businesses in non-energy sectors to reduce investment further. This was most noticeable in commercial real estate, where rapid growth in recent years had produced

Rate of capacity utilization

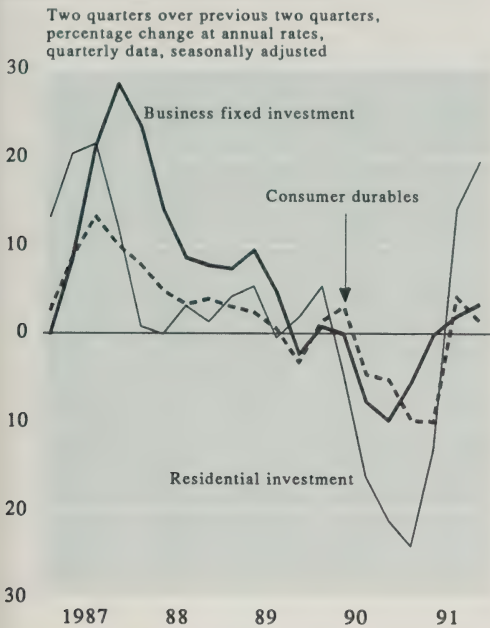


a sizeable surplus that has not yet been absorbed. Nevertheless, the fall in interest rates, by reducing the cost of capital and easing the debt service of businesses, has created a climate conducive to an investment recovery.

The efforts of most governments in Canada to contain their budget deficits, notably through tax measures which reduced the real disposable incomes of households, played a part in restraining the growth of aggregate demand.

Faced with high levels of debt and a less favourable employment situation, households reacted to the decline in their real disposable income by reducing their consumption spending. This development, coupled with the increasing trend towards cross-border shopping, resulted in an especially pronounced drop in retail sales. However, the combination of the decline in interest rates, the fall in house prices and government support programs for housing has sparked a significant recovery in the demand for housing. As discussed in the next section, the decline in interest rates and the slowing in the growth of household indebtedness have also reversed the upward trend in the debt service

Indicators of household and business demand, constant dollars



costs of households, thereby lessening the restraining influence of this factor on the growth of consumer spending.

The sluggishness of the economy resulted in a further drop in employment. The unemployment rate stood at 10.3 per cent at the end of the year, an increase of 1 percentage point compared to a year earlier.

Regional activity

The weakness of economic activity was most pronounced in Ontario. In part this reflected a correction from the unsustainable level of demand experienced during the 1988-89 period, which had led to a rapid escalation of costs in Ontario and an overhang of commercial real estate. The relatively large reduction in spending on automotive products in North America and in the demand for durable goods generally also had a disproportionate influence on Ontario, where the production of durable manufactured goods is particularly important. The decrease in economic activity, along with the growing penetration of imports, eroded the profitability of the manufacturing sector and led to a substantial decline in employment in the

province. The latter contributed in turn to a larger reduction in retail sales in Ontario than in any other region.

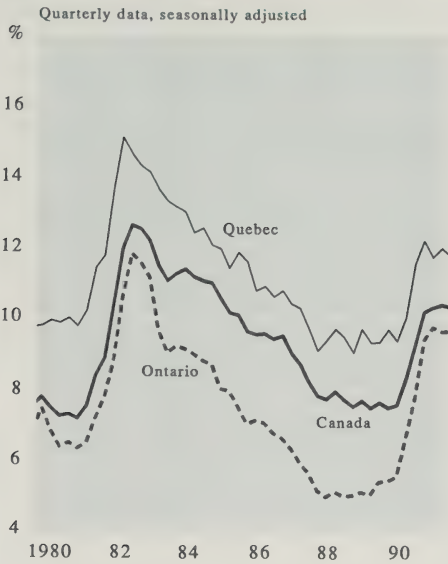
The Quebec economy also experienced a contraction as foreign demand slowed, the prices of forest products, primary metals and chemicals fell, and the broadening of the Quebec sales tax dampened consumer spending. However, a substantial increase in investment in the electric power industry and the stimulation of residential construction by a provincial government program provided some support to economic activity.

Considerable difficulties in the resource industries weakened the economies of Atlantic Canada, with price declines occurring in key commodities such as metals, forest products and potatoes. Lower fish landings more than offset the impact of higher cod prices. However, non-residential construction increased as a result of important electric power projects and site preparation work for the Hibernia project.

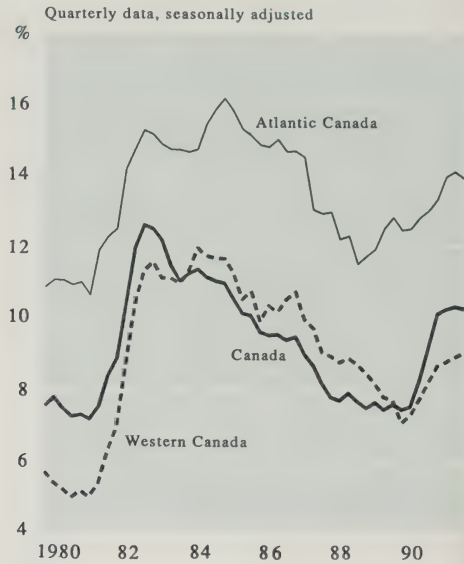
In the Prairies a decline in the average price of grain received by farmers from the Canadian Wheat Board contributed to a decrease in farm incomes to still lower levels despite a bumper harvest. Lower prices for crude oil, natural gas and petrochemicals also contributed to employment cuts in the petroleum industry. While emigration further restrained consumption and housing demand in Manitoba and Saskatchewan, activity was relatively firm in Alberta due in part to immigration, higher export volumes of energy and the continuation of large investment projects related to natural gas, pulp and paper, and chemicals. Reflecting this relative buoyancy, employment in Alberta rose by 1 per cent during the year.

While also facing lower commodity prices in key areas such as metals and pulp, employment in British Columbia nevertheless expanded by over 2 per cent during the year, with strong gains in transportation and utilities, manufacturing, and finance, insurance and real estate. Construction activity was buoyed by work on commercial projects in Vancouver and Victoria. Continued immigration from the rest of Canada and from abroad further helped support demand, with retail sales falling much less than in the other regions.

Unemployment rate



Unemployment rate

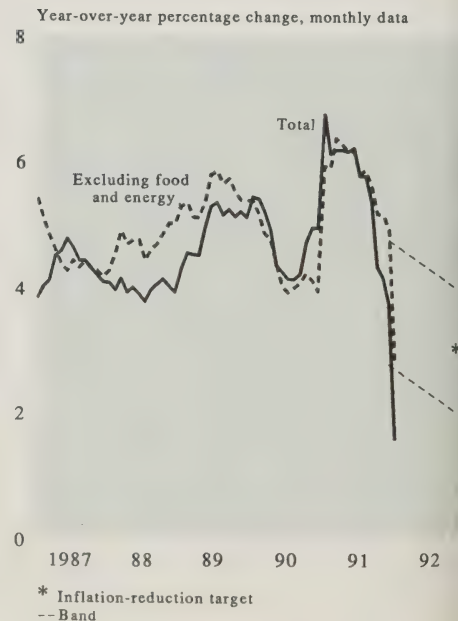


Price and cost developments

The slowing in the pace of total spending was reflected in a significant reduction in the underlying rate of inflation, which occurred in spite of the fact that the introduction of the GST and increases in other indirect taxes added about 2.4 percentage points to the consumer price index during the year.

After rising to 6.8 per cent following the introduction of the GST, the 12-month increase in the CPI fell to 3.8 per cent in December. This decline reflected in part the reversal of the temporary rise in oil prices at the time of the Persian Gulf crisis. In January 1992, the rate of increase in the CPI fell to 1.6 per cent as the direct effects of the GST dropped out of the year-over-year growth rate. The decline in the rate of increase in the CPI, excluding food and energy, was also significant, although less dramatic. Following a sharp increase attributable mainly to higher indirect taxes, the rate of increase of this index gradually declined to 5 per cent in December, and then to 2.9 per cent in January 1992.

Consumer price index



Unit labour costs and GDP deflator at factor cost

Year-over-year percentage change, quarterly data, seasonally adjusted



* Excluding federal sales tax rebate on inventories in the fourth quarter of 1990.

The upward trend in production costs began to moderate in 1991, although the growth of wages was slow to respond to the easing of demand. While the growth rate of the GDP deflator at factor cost – the broadest indicator of Canadian producer prices – remained on average around 2.5 per cent for a second year in a row, growth in average hourly earnings continued at over 5 per cent for almost the entire year. The rise in productivity contributed to a deceleration in the growth of unit labour costs, but it did not compensate fully for the gap between the increase in wages and that in producer prices. The resulting divergence between productivity and real wages led to a further narrowing of profit margins.

While negotiated wage increases in major settlements decelerated more rapidly than the growth in average earnings, these settlements, particularly in the private sector,

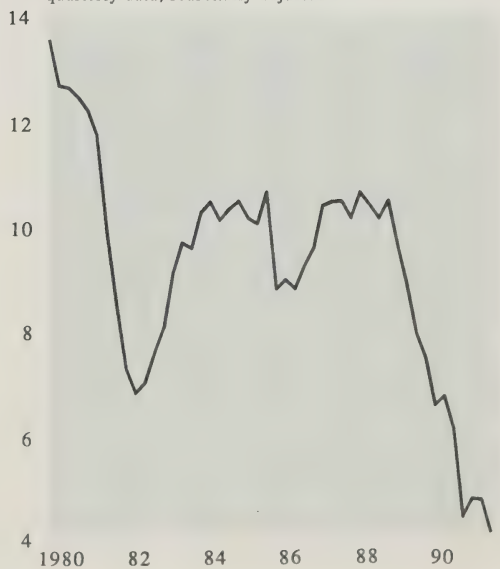
Real wages and labour productivity

1986 = 100, quarterly data, seasonally adjusted



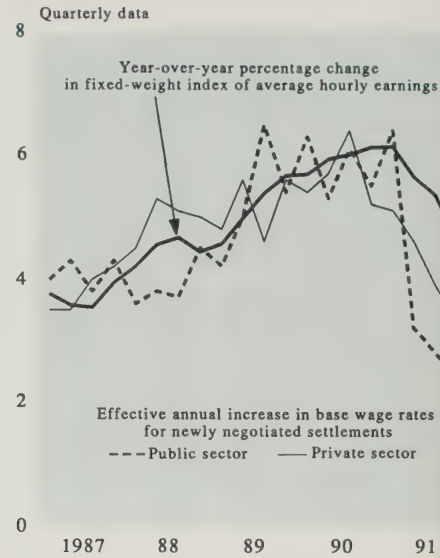
Corporate profits

As a percentage of nominal GDP, quarterly data, seasonally adjusted



were also slow to reflect changing labour market conditions and the decline in inflation. Towards the end of the year, however, private sector wage settlements dropped below $3\frac{1}{2}$ per cent. The wage restraint programs introduced by the federal government and most provinces hastened the adjustment of wages in the public sector, and this contributed significantly to the deceleration of cost increases in Canada.

Wage costs



Domestic monetary and financial developments

Monetary aggregates and credit market developments

After growing rapidly in the late 1980s, the broad monetary aggregates slowed markedly in 1990 and slowed still further in 1991. The deceleration in growth reflected easing inflationary pressures and the slowing in the pace of economic activity. In 1991, M2 rose by 6 per cent and M2+ by 8 per cent, both 2 percentage points lower than in 1990.

The narrow monetary aggregate M1 actually fell in 1990 but rose by 4 per cent in 1991. The turnaround in M1 can be attributed mainly to the sizable declines in interest rates,

although the growth of M1 in 1991 was less than would have been suggested by historical relationships.¹

The growth of total household credit slowed to 6 per cent in 1991 in spite of lower interest rates. High levels of existing debt, increased uncertainty about future income growth, and expectations of lower future house price increases in a less inflationary environment all helped explain this moderation. While the ratio of household indebtedness to personal

¹ See "Recent developments in Canadian monetary aggregates," *Bank of Canada Review*, January 1992.

Household credit ¹

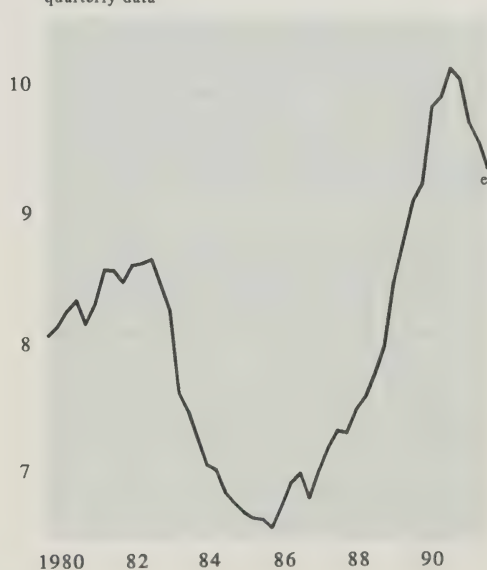
As a percentage of personal disposable income, quarterly data



1. All lending institutions
e Estimate

Estimated household debt service

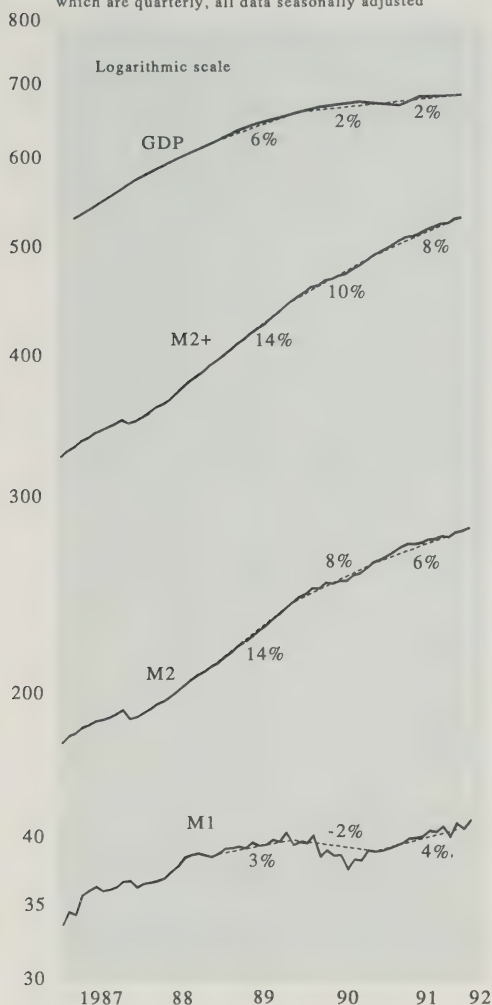
As a percentage of personal disposable income, quarterly data



e Estimate

Monetary aggregates and gross domestic product (GDP)

Billions of dollars, monthly data, except GDP data which are quarterly, all data seasonally adjusted



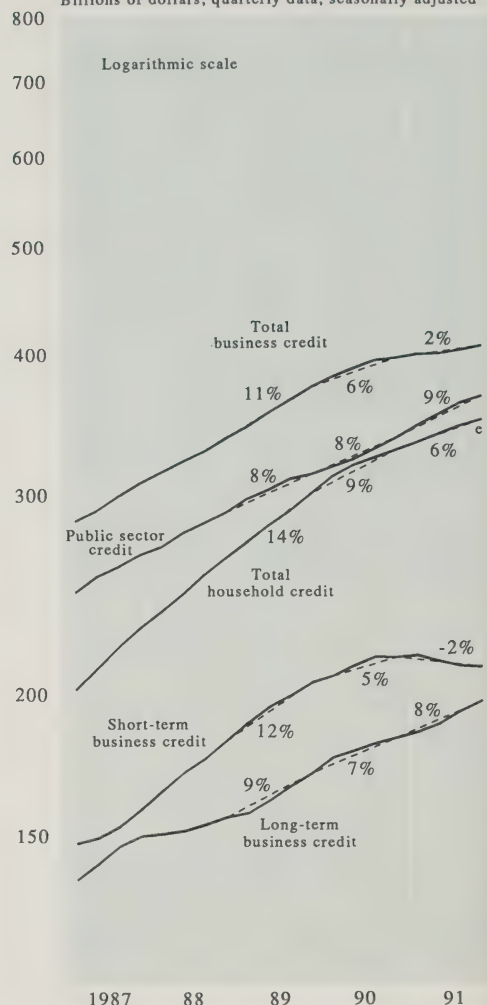
M2+:
M2 plus deposits at trust and mortgage loan companies, deposits and shares at credit unions and caisses populaires, deposits at Province of Ontario Savings Office and Alberta Treasury Branches, holdings of money market mutual funds and annuities issued to individuals.

M2:
M1 plus personal savings deposits and non-personal notice deposits.

M1:
Currency and demand deposits less private sector float.

Credit aggregates

Billions of dollars, quarterly data, seasonally adjusted



Total business credit:
Short-term business credit plus long-term business credit.

Short-term business credit:
Loans and financial leases extended to, and acceptances and commercial paper issued by, non-financial businesses. Foreign currency loans are adjusted to exclude the effect of exchange rate movements.

Long-term business credit:
Bonds and equities issued by non-financial businesses.

Total household credit:
Consumer credit and residential mortgage loans.

Public sector credit:
Loans extended to, and bonds and bills issued by, federal, provincial and municipal governments, and guaranteed bonds issued by provincial and municipal government enterprises.

^c Estimate for total household credit in fourth quarter.

Note: All growth rates are calculated as the rate of change on a fourth-quarter-over-fourth-quarter basis.

disposable income rose further in 1991, the debt service ratio for households declined as interest rates fell through the year. This reduction in the debt service ratio implies an increase in discretionary income in 1992.

Total business credit grew by 2 per cent in 1991, down from 6 per cent in 1990. The slowing in the demand for credit reflected the cutback in investment spending and the decline in liquid asset holdings in response to sluggish output growth and low profits. There was also a significant shift in the composition of credit as businesses attempted to improve their balance sheets by shifting towards equity and longer-term bond financing. Short-term business credit, in contrast, declined by 2 per cent overall and by 3 per cent at banks.

Corporate debt-to-equity ratio

Excluding loans with affiliated corporations,
quarterly data



During 1991 there was much discussion in the United States of a "credit crunch." This term has been used to describe a situation in which low growth of bank credit, especially to business, reflected an unusual reluctance on the part of banks to lend. In Canada, it does not appear that the weakness in credit at banks was due to a significant change in overall lending

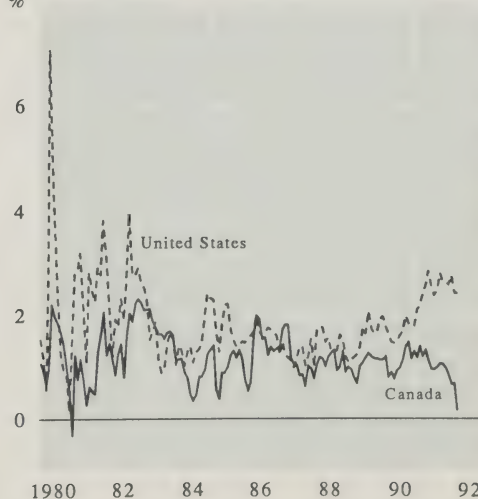
behaviour. Rather, the dominant factor was the weakness in the demand for total business credit, along with the shift in its composition towards equity and long-term debt.

Nevertheless, there are indications that financial institutions have been exercising caution in extending credit to certain sectors, consistent with prudent lending practice, given the current state of the economy and recent loan-loss experience. In particular, financial intermediaries were concerned about loans for commercial real estate, given the rise in vacancy rates and the declines in property values and rents.

Movements in interest rate spreads support the view that, overall, Canadian banks have been approaching their lending decisions in a manner consistent with past practices. Spreads between the prime rate and short-term market interest rates actually narrowed significantly over the last year and a half to some 70 basis points at year-end, well below the recent historical average of 120 basis points. In contrast, such spreads widened considerably in the United States.

Differential between prime rate and 90-day commercial paper

Monthly averages
%

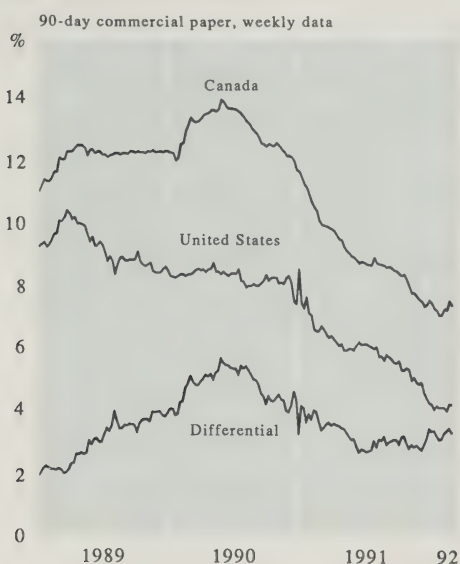


Monetary conditions

Monetary conditions eased significantly in 1991 and early 1992.

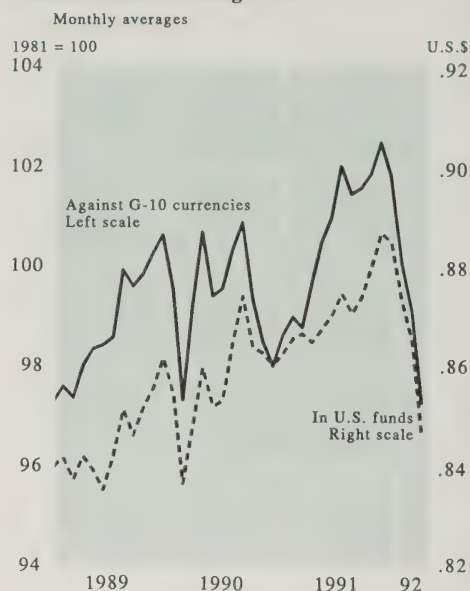
Short-term interest rates fell sharply in 1991, with 90-day paper rates declining from about 11½ per cent at the start of the year to 7½ per cent at year-end. While these rates fluctuated in the first two months of 1992, on balance they edged down further.

Canada-U.S. short-term interest rates



During the first ten months of the year the Canadian dollar on a trade-weighted basis rose by ¼ per cent despite the decline in interest rate differentials against all major industrial countries. Underpinning the currency was strong demand for Canadian dollar assets, reflecting investor confidence in the commitment of Canadian monetary policy to its medium-term objective of price stability. In the latter part of 1991 the slowdown in capital inflows, stemming in large part from the further declines in interest rate differentials vis-à-vis the major European countries, contributed to the somewhat weaker dollar. At year-end the Canadian dollar was trading at about the same level as it began the year. The further decline in the Canadian dollar that began in mid-January 1992 brought the currency to a range of 84 to 85 cents (U.S.) during February.

Canadian dollar exchange rate



As inflationary expectations were revised downward, Canadian long-term bond yields declined substantially. Administered rates generally came down in line with market rates for similar maturities, and chartered banks lowered their prime rate on business loans by 4¾ percentage points during the year to 8 per cent. Mortgage rate declines were also pronounced, with one-year rates falling by 4 percentage points to 8½ per cent and 5-year rates by 2½ percentage points to just under 10 per cent by the end of 1991. Administered rates declined further in January 1992. The prime lending rate fell to 7½ per cent and the 5-year mortgage rate to 9¾ per cent – the lowest rates in nearly 20 years.

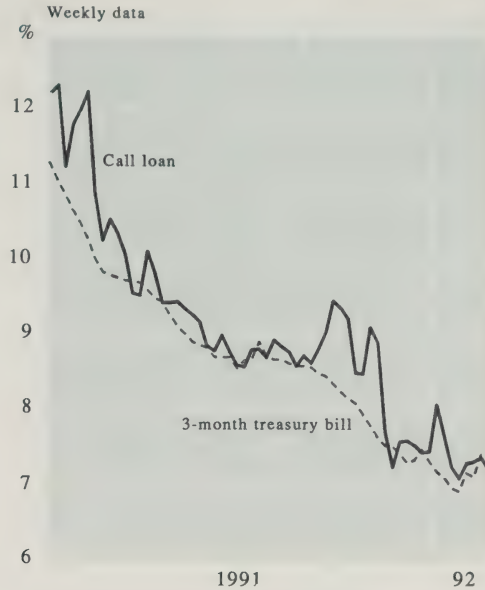
Monetary policy operations

For much of 1991 market expectations of declines in short-term interest rates were sufficiently strong that the Bank, in order to prevent unsustainably rapid reductions in rates, acted to temper the pace of such movements. The main method used was to limit the total supply of settlement balances that the directly clearing members of the Canadian Payments Association (CPA) maintain at the Bank of

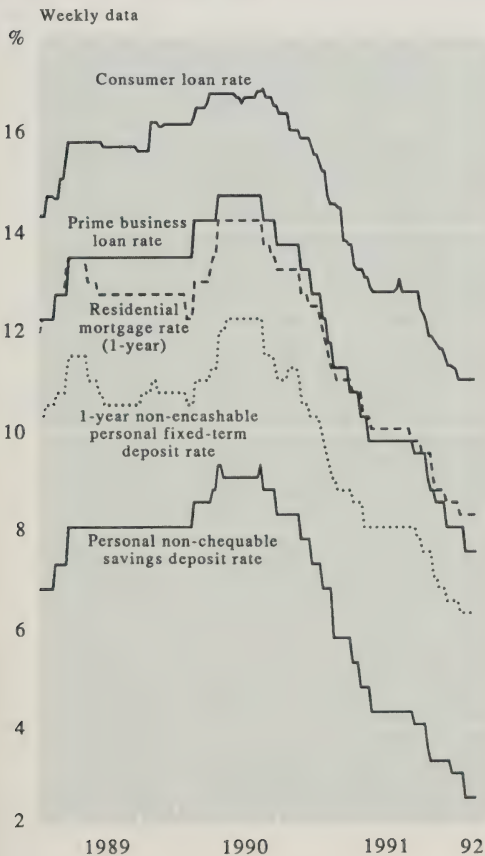
Yields on long-term Canadian and U.S. government bonds



Call loan and 3-month treasury bill rates



Selected bank interest rates



Canada, relative to the amount they were seeking to hold. This action put upward pressure on the overnight cost of financing investment dealers' inventories of money market instruments, with the call loan rate usually above the 3-month treasury bill rate. The Bank at times also took action through open market operations to restrain excessively rapid declines in short-term rates. It frequently sold treasury bills into the market and occasionally moved to tighten overnight financing through Sale and Repurchase Agreements (SRA). SRA involves offering to sell Government of Canada securities to chartered banks at a rate of the Bank's choosing and to buy them back the next business day.

On those occasions when overnight rates were higher than intended and the treasury bill market weakened, the Bank eased the cost of financing by offering, at a rate of its own choosing, Special Purchase and Resale Agreements (SPRA) to designated investment dealers and chartered banks (the jobbers). This involved buying short-term Government of Canada securities (typically treasury bills) and selling them back to the jobbers the next business day. The Bank also occasionally bought treasury bills outright in the market. The details of these various transactions are shown in Table 1.

Table 1
Bank of Canada transactions

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Sale and repurchase agreements (SRA) outstanding		Special purchase and resale agreements (SPRA) outstanding		Purchase and resale agreements (PRA) ¹ outstanding		Sales and purchases of treasury bills ²	
		Number of days	Average ³ amount	Number of days	Average ³ amount	Number of days	Average ³ amount	Sales	Purchases
1991									
January	1–15	0	0.0	0	0.0	9	363.4	4,315.0	98.0
	16–31	0	0.0	1	37.9	10	303.6		
February	1–15	0	0.0	4	180.9	11	350.0	1,735.0	470.0
	16–28	0	0.0	3	137.8	8	362.6		
March	1–15	0	0.0	6	270.5	10	336.4	1,932.7	687.7
	16–31	0	0.0	1	20.6	6	136.6		
April	1–15	1	4.5	1	40.5	5	128.2	3,419.0	339.0
	16–30	0	0.0	2	69.5	5	78.3		
May	1–15	1	34.1	0	0.0	9	174.6	2,907.0	–
	16–31	0	0.0	0	0.0	7	103.8		
June	1–15	0	0.0	1	32.0	6	105.4	1,653.1	433.1
	16–30	0	0.0	0	0.0	4	103.2		
July	1–15	0	0.0	1	102.5	3	46.2	2,287.6	1,732.6
	16–31	3	67.9	1	26.7	3	27.1		
August	1–15	0	0.0	0	0.0	6	130.7	2,095.0	100.0
	16–31	0	0.0	0	0.0	5	117.9		
September	1–15	0	0.0	2	106.1	4	63.2	3,504.0	360.0
	16–30	0	0.0	1	37.3	10	319.2		
October	1–15	0	0.0	5	220.5	9	290.7	2,460.0	130.0
	16–31	0	0.0	2	105.0	11	303.1		
November	1–15	0	0.0	3	297.5	8	259.9	1,285.0	123.0
	16–30	0	0.0	1	43.5	1	21.5		
December	1–15	0	0.0	0	0.0	8	222.8	2,522.6	962.6
	16–31	1	77.5	3	164.0	2	9.4		
1992									
January	1–15	1	25.0	2	59.5	9	240.0	2,363.0	321.0
	16–31	0	0.0	1	33.8	5	81.5		
February	1–15	0	0.0	1	42.0	4	37.7		

1. Ordinary PRA is a form of financing available to investment dealer jobbers at their initiative, at Bank Rate and up to a predetermined limit.

2. Excludes purchases at tender and sales to client accounts. Includes portfolio-related switches of bills with money market participants.

3. Average based on the number of clearing days.

Cash reserves, settlement balances and advances

Millions of dollars unless otherwise indicated

Chartered bank cash reserves			Directly clearing non-bank members of the Canadian Payments Association			Cumulative computed settlement balances of bank and non-bank direct clearers
Cumulative excess reserves at end of period	Advances to chartered banks outstanding		Average deposit at Bank of Canada	Advances to non-banks outstanding		
	Number of days	Average ³ amount		Number of days	Average ³ amount	
1,088	10	142.7	67	18	13.9	
334	12	79.6				
1,555	11	145.4	81	12	31.7	
818	9	148.4				
1,426	11	76.6	80	13	19.5	
2,425	9	64.1				
616	11	100.0	66	19	19.9	
759	11	88.4				
253	11	117.9	67	15	17.8	
1,234	11	116.7				
1,044	10	68.7	61	16	27.4	
1,928	10	55.4				
951	10	120.8	79	14	10.2	
198	12	82.1				
319	11	142.9	70	16	10.3	
2,133	11	89.3				
1,214	9	102.3	61	14	13.2	
952	11	192.5				
1,718	10	118.6	70	15	15.2	
2,314	12	43.1				
1,848	10	98.8	59	19	33.8	Nov. 18 — Dec. 15
3,063	10	162.7				
1,594	10	193.4	63	20	52.5	Dec. 16 — Jan. 15
1,638	10	190.6				
1,619	10	151.1	59	21	56.4	Jan. 16 — Feb. 16
2,508	12	161.0				
931	10	209.5				

The framework linking the Bank of Canada to directly clearing financial institutions was modified as of 18 November 1991 to take account of changes impending under new financial institutions legislation (see below). One feature of the new system will be an increase in the number of advances that these financial institutions can be expected to take from the Bank of Canada. Table 1 shows the chartered banks' average excess reserve position for each reserve-averaging period in 1991, as well as the average monthly settlement balances for other direct clearers as a group. It also shows, from 18 November, the cumulative settlement balances of the direct clearers for each of the new averaging periods. In addition, the table reports the average advances outstanding. For banks these include \$29.5 million of extraordinary advances outstanding on 31 December 1991 to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank, the amount remaining of the advances made to these two banks in 1985.

* * * * *

Financial institutions legislation

The federal government's legislation on financial institutions, consisting of four bills covering banks, trust and loan companies, insurance companies, and co-operative credit institutions, received royal assent in December and is expected to be proclaimed in the spring of 1992. Under the legislation, federally regulated financial institutions will be able to offer most financial services either directly or indirectly through subsidiaries or networking. There will be certain exceptions, such as the restrictions against selling insurance through the branches of deposit-taking institutions. The changes will result in increased competition, thereby offering households and firms a greater choice of suppliers of financial services and products, as

well as increased convenience. A provision in the legislation requires it to be reviewed in five years.

The legislation maintains widely held ownership requirements for Schedule I banks and imposes a requirement (with the possibility of ministerial exemptions) that at least 35 per cent of the voting shares of other financial institutions with over \$750 million in equity be widely held. The Minister of Finance must approve all significant ownership changes.

A number of measures have been introduced to improve prudential safeguards. First, transactions of regulated financial institutions with related parties have been banned, with certain exceptions. Second, the Office of the Superintendent of Financial Institutions will have the power to obtain information from upstream companies or affiliates of regulated financial institutions. Finally, the role of boards of directors of financial institutions has been strengthened.

Of particular relevance for the way monetary policy is implemented is the elimination of legislated reserve requirements for chartered banks. Secondary reserve requirements will be eliminated immediately upon proclamation of the legislation, while primary reserve requirements will be phased out over a two-year period. In response both to this legislated phase-out and to the declines in required reserve deposits that have occurred in recent years, on 18 November 1991 the Bank of Canada changed the framework for implementing monetary policy on a day-to-day basis as outlined in Discussion Paper No. 3.² The new system will permit the Bank to exercise a degree of influence over very short-term interest rates similar to that under the previous system.

² *The Implementation of Monetary Policy in a System with Zero Reserve Requirements*, Discussion Paper No. 3, revised September 1991.

BANK OF CANADA ACTIVITIES

The Bank of Canada's activities relate to the four major functions set out in the *Bank of Canada Act*: monetary policy formulation; banking activities; the issue of bank notes; and management of Government of Canada debt.

Monetary policy formulation

In the area of monetary policy, the responsibility of the Bank of Canada is to contribute to good general economic performance in Canada. As discussed in the General Observations section of this report, this means managing the rate of monetary expansion in a way that is consistent with ensuring that the value of money is not eroded by persistent inflation. To this end, in February 1991 the Bank of Canada and the Government of Canada jointly announced targets for reducing inflation in Canada. The specific targets are to reduce the year-over-year rate of increase in the consumer price index to:

- 3 per cent by the end of 1992
- 2½ per cent by the middle of 1994
- 2 per cent by the end of 1995.
- Thereafter, the objective would be further reductions in inflation until price stability was achieved. While a good deal of work has already been done on what stability in the general level of prices means operationally, a more precise definition of price stability has not been specified in the event that further evidence and analysis become available over the next few years.¹

Monetary policy formulation involves the choice of a path of monetary expansion consistent with achieving the policy objectives embodied in the inflation-reduction targets. In determining the path and the appropriate monetary conditions to bring it about, the Bank assesses financial and economic developments in Canada and abroad. This process involves meetings with industry associations and individual companies, liaison with financial market participants, and a wide range of other contacts, along with the examination of economic and financial statistics.

To keep abreast of international developments, and as part of its involvement in international financial matters, the Bank participates in international meetings, including those of the finance ministers and central bank governors of the Group of Seven Countries (the G-7), the Organisation for Economic Co-operation and Development, the Bank for International Settlements and the International Monetary Fund (IMF).

On the basis of information gathered from both domestic and international sources, supplemented by studies on how the economy works, economists at the Bank prepare analyses of economic and financial developments. These feed directly into the process for making decisions about monetary policy.

Senior staff also discuss policy issues and progress in meeting objectives with a variety of groups in Canada. In 1991 the Governor gave six formal speeches to groups representing a cross-section of the economy from Vancouver to Saint John, and he appeared on two occasions before parliamentary committees. As well, the Governor and senior officers of the Bank met informally on more than 125 occasions during the year with academics, interest groups, industry and financial groups, and provincial

¹ For more discussion of the inflation-reduction targets see "Background note on the targets," *Bank of Canada Review*, March 1991, and "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations," *Bank of Canada Review*, September 1991.

public servants across the country, exchanging information on the state of the national and regional economies.

Bank staff on occasion provide technical assistance to developing countries, typically through the IMF. As well, the Bank has agreed to provide technical assistance under the auspices of the IMF to the central banks of the Eastern European reforming economies and the republics of the former Soviet Union.

Banking activities

Under the *Bank of Canada Act*, the Bank undertakes a variety of banking activities. These are mainly operations supporting the implementation of monetary policy and the provision of banking services for the government and other clients.

Implementation of monetary policy

The implementation of monetary policy involves bringing about the setting of monetary conditions consistent with the desired path of monetary expansion. The Bank's ability to affect monetary conditions flows primarily from its influence on the rate of financing in the overnight market. This influence comes about mainly through its daily decisions on the availability of settlement balances to financial institutions directly involved in the clearing of cheques and other payment items. As discussed earlier in the section of this report on the Bank's monetary policy operations, actions to adjust the quantity of these balances are supplemented from time to time with special financing arrangements (Special Purchase and Resale Agreements and Sale and Repurchase Agreements) for designated money market participants and with outright purchases or sales of Government of Canada treasury bills.²

In 1991, the Bank made purchases, net of maturities, of \$32.9 billion of newly-issued treasury bills. Its purchases were used primarily in open market operations, although it also sold over \$6.3 billion to clients (central banks, Government of Canada accounts and interna-

tional agencies). After taking account of net sales in the market for monetary policy purposes, the Bank's holdings of bills increased by almost \$2.6 billion during the year. These assets were acquired in the main as the counterpart to the increase in the Bank's liabilities for bank notes and deposits of financial institutions.

Managing the federal government's cash position

The Bank actively manages the government's cash balances, in conjunction with the Department of Finance, in order to minimize the cost of the government's liquidity and debt service requirements. The regular treasury bill tender varied in 1991 from week to week between \$5 billion and \$7.2 billion, depending on cash needs. Using the cash management swap technique introduced in 1991, the Exchange Fund Account (EFA) swapped some of its foreign currency assets for Canadian dollars with Canadian banks for terms from one day to three months. This arrangement helped to reduce the need for cash management bills (treasury bills with terms shorter than three months – as short as 11 days in 1991). Thus, there were 11 issues of these bills in 1991, totalling \$13.5 billion, against 22 issues totalling \$24 billion in 1990. In addition, in order to limit the government's demand deposit balances to the minimum necessary cushion for implementing monetary policy and for government payments, cash balances in excess of daily requirements were auctioned to direct clearers for specific terms of one to ten days; the daily amount outstanding of such term balances averaged \$1.9 billion in 1991, and ranged between none and \$6.4 billion. Shares of demand deposits were auctioned to the direct clearers for each semi-monthly reserve-averaging period.³

Exchange Fund Account

The Bank, acting on behalf of the Minister of Finance, intervenes in the foreign exchange market to help maintain orderly conditions and manages the asset portfolio of the

² For further discussion of the Bank's primary technique for implementing monetary policy see "Bank of Canada cash management: The main technique for implementing monetary policy," *Bank of Canada Review*, January 1991.

³ See "Receiver General deposit auctions: A technical note," *Bank of Canada Review*, August 1991.

Exchange Fund Account. Intervention in the market generally involves the purchase or sale of U.S. dollars in exchange for Canadian dollars. As well, the Bank intervenes in other currencies, notably German marks and Japanese yen, usually in concert with central banks of other major industrial countries (the G-7). With the higher level of official reserves in recent years, the resources devoted by the Bank to managing the portfolio have increased, including the acquisition of automated systems for reserve investment decisions.

Canada's official reserves declined by the equivalent of U.S.\$1,679 million in 1991, to U.S.\$16,901 million at year-end. This decline was more than accounted for by the introduction of EFA cash management swaps, discussed above, of which U.S.\$2 billion were outstanding at year-end. As well, there were net repayments of U.S.\$929 million of Canada Bills, issued in the United States, bringing the amount outstanding at the end of 1991 to U.S.\$38.5 million.

Foreign central banks

The Bank of Canada maintains deposit accounts for 57 foreign central banks, thereby facilitating the official transactions that these banks or their governments may have in Canadian dollars. In 1991, the Bank of Canada entered into an agreement with the central bank of Mexico which provided for establishment of a reciprocal standby currency facility and for regular consultation on financial and economic matters. There have been no drawings on the facility. A similar facility has been in place with the U.S. Federal Reserve Bank of New York since 1962. As well, with the concurrence of the Minister of Finance, the Bank participated with monetary authorities of other industrial countries in a bridge-financing arrangement for Romania. Canada's share in this multilateral facility, which was related to IMF financing, was U.S.\$10 million. Romania fully repaid all drawings under the facility prior to maturity.

Other banking activities

The Bank of Canada acts as registrar of Notices of Intention by the chartered banks to take security for loans, in the form of certain classes of equipment and inventory, under Section 178 of the *Bank Act*. As well, unclaimed chartered bank balances are transferred to the Bank for custody after being inactive for ten

years; the central records of these balances may be reviewed by the public free of charge at any Bank of Canada Agency. This regime for unclaimed balances will be extended to federally incorporated trust and loan companies under the new federal legislation.

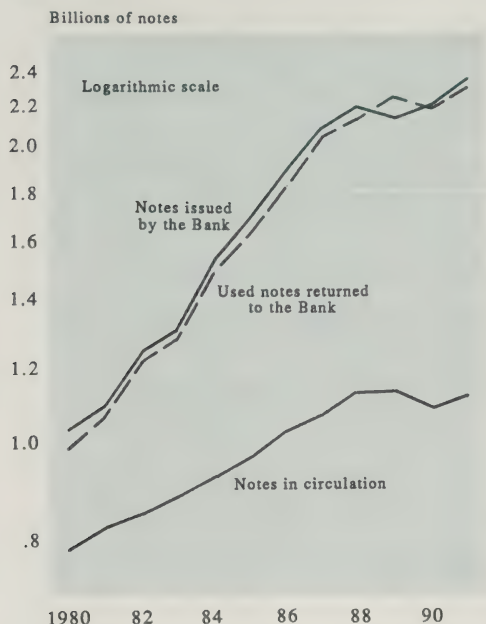
The Bank plays an advisory role with respect to the regulation and supervision of financial institutions. To ensure close co-ordination between the Bank's lender of last resort responsibility and the supervisory activities of the Office of the Superintendent of Financial Institutions, the Governor is an *ex officio* member of the Financial Institutions Supervisory Committee, chaired by the Superintendent. The Governor is also an *ex officio* member of the Board of Directors of the Canada Deposit Insurance Corporation.

To ensure proper risk management in Canada's clearing and settlement systems and to meet its own operating requirements, the Bank is involved in a number of areas: it is co-operating with other members of the Canadian Payments Association in an examination of proposals for a large-value transfer system; it is co-operating with the Canadian Depository for Securities in the development of a debt clearing service to handle the clearing and settlement of debt and money market securities transactions; it is a member of committees set up in Canada to study the feasibility of implementing the recommendations of the report of the Group of Thirty on clearing and settlement systems for securities transactions; and it is involved in discussions with financial institutions concerning a multilateral foreign exchange netting mechanism.

Bank note issue

The Bank must ensure that the need for bank notes is met in an effective manner across the country and that the notes are readily accepted without concerns about counterfeiting. Notes are issued by the Bank to meet the public's demand for additional notes and to replace worn notes taken out of circulation. Besides issuing new notes, the Bank reissues used notes still fit for circulation that have been returned by financial institutions that find themselves with an excess supply. At the end of 1991, the value of notes in circulation amounted to \$24.5 billion, some 90 per cent of the Bank of Canada's total liabilities.

The volume of notes processed by the

Bank notes

Bank, at its Agencies across the country, increased again in 1991 following a pause after the Bank stopped issuing the \$1 note in mid-1989. Over 4.5 billion notes were processed, reflecting withdrawals of notes by financial institutions and the return of used notes to the Bank by those institutions.

Note processing is heaviest at the Montreal and Toronto Agencies, each of which accounted for over one-quarter of the total in 1991. Since the present facilities were built, in 1950 in Montreal and in 1958 in Toronto, the volume of bank notes processed in each of these centres has increased about tenfold. In order to handle current volumes more efficiently, as well as projected increases in volumes, the Bank is constructing new cash processing centres outside the financial core in both Montreal and Toronto. These centres will use newer technology that will improve productivity. The new Montreal operations centre is scheduled to be fully operational by mid-1993 and the Toronto centre about a year later.

As part of its program to deter counterfeiting, the Bank is acquiring additional equipment to produce its Optical Security

Device (OSD) and to apply it to bank notes. This equipment is required in order to include the OSD on a new \$20 note, planned to be issued in 1993. The \$20 note is the most heavily used Canadian note, accounting for over 30 per cent of the total number of notes in circulation. The OSD is already applied to the new \$50 and \$100 notes, introduced in 1989 and 1990.

Management of Government of Canada debt

As statutory fiscal agent for the government, the Bank of Canada acts as adviser and administrator for new debt issues and is responsible for servicing and eventually redeeming outstanding debt. In 1991, the government's Canadian dollar market debt outstanding – marketable bonds, treasury bills and Canada Savings Bonds – increased by \$32.6 billion to \$340.7 billion.⁴ Over one-half of the increase in outstanding debt was in the form of marketable bonds, which rose to 46.2 per cent of the total. Nearly 75 per cent of the dollar value of the bond program was sold at auction, with the rest distributed on a fixed-price basis by syndicates of investment dealers and banks. The program included the first issue, \$700 million, of Real Return Bonds, whose nominal return is linked to the consumer price index.

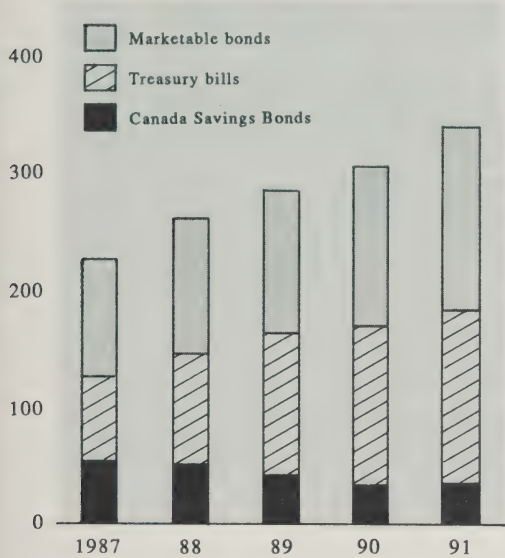
Treasury bills were relied on to a somewhat lesser extent in 1991 than in 1990 and their proportion of the outstanding domestic market debt decreased from the record level of 43.9 per cent in 1990 to 43.3 per cent. The average term of the marketable portion of the outstanding domestic debt (bonds and treasury bills) rose by 4 months, to 4 years and 5 months. The proportion of the Canadian dollar market debt on which interest rates are adjusted within a year (including \$4.9 billion of Canadian dollar interest rate swaps outstanding at the end of 1991) declined during the year from 60.6 per cent to 59.7 per cent.

The amount of Canada Savings Bonds (CSBs) outstanding rose by \$1.4 billion in 1991

⁴ In addition, the government debt included foreign currency debt and non-market debt issued to Government of Canada accounts, almost all of it to superannuation accounts.

Outstanding stock of Canadian dollar market debt

Billions of dollars (par value)



following two years of significant declines. Gross sales of the new issue of CSBs were \$9.6 billion. Nonetheless, the proportion of outstanding domestic market debt in the form of CSBs decreased further, to 10.5 per cent, less than half of the proportion at the recent peak in 1987.

The Bank is responsible for the integrity of the domestic public debt records and for the accuracy and efficiency of the payments it makes on behalf of the government for interest and debt redemption. The volume of processing involved in administering the debt decreased in 1991 for the second year in a row. The reductions were related to both CSBs and marketable bonds.

CSBs account for three-quarters or more of the total processing volume each year. In 1991, there was a further substantial reduction in the number of CSB certificates redeemed. However, this was partly offset by the larger CSB sales and by an increase in servicing activity, as the Bank was required, starting with the 1990 series, to begin reporting to CSB holders accrued interest income each year on compound-interest CSBs.

A decrease in the past two years in processing related to marketable bonds has mainly been the result of the inclusion of these bonds in the computerized clearing and settlement systems of the Canadian Depository for Securities. This initiative has led to a substantial decline in the number of certificates processed as well as a consolidation of interest payments.

The Bank is developing an automated register for marketable government bonds to replace the current paper-based system. This change will provide a more effective and secure processing environment than is possible with a manual system.

BANK OF CANADA OPERATING EXPENSES

The Bank of Canada operates under the management of a Board of Directors. The Board approves objectives, plans and the budget for the Bank after reviewing proposals to ensure that activities are carried out effectively and economically.

The plan of activities and the budget for 1991, which were approved in December 1990, were subsequently modified to ensure that the level of expenditures would be fully consistent with the federal government's expenditure restraint program introduced on 26 February 1991. A number of projects were postponed or cancelled and staff requirements were curtailed in order to constrain expenditures in 1991. In addition to reducing the 1991 budget, the Board approved an objective of holding the average annual growth in operating expenses below 3 per cent over the next five years. Within this target, the Bank must accommodate the impact of the construction and future use of the new cash processing centres in Montreal and Toronto, as well as the introduction of a new \$20 note incorporating the Optical Security Device. In order to accommodate above-average growth rates in 1994 and 1995 when the peak impact of these projects will occur, the growth in operating expenses will have to be held below 3 per cent in 1992 and 1993.

The Bank's operating expenses for 1991 came in below budget and were held to the 1990 level. Apart from the effect of the GST, expenses were 2 per cent lower than in 1990. The composition of the Bank's operating expenses is shown in the following table.

Operating expenses
Millions of dollars

	1991	1990
Staff expenses	97.5	96.0
Bank note costs	41.7	41.5
Other expenses	49.2	48.4
Depreciation	17.2	20.1
Operating expenses	205.6	206.0

In 1991, the total salary bill rose by less than 2 per cent. An increase in wage rates and salary ranges approved at the end of 1990 and a shift in the mix of skills employed resulted in an increase in the average salary paid. At the same time, total staff years employed during 1991 (including temporary, part-time and overtime work but excluding staff engaged in maintaining the premises) fell from 2,301 to 2,193, a decline of 4.7 per cent from 1990.

For 1992, there will be a further decline in staff years employed of almost one per cent, and there is no increase in wage rates or in salary ranges. Senior managers' salaries are frozen. For other salaried staff, individual salary levels were reviewed under the Bank's compensation policy and adjustments within salary ranges were made in those cases where the salary level was not consistent with the level of performance. In total these adjustments were comparable to the annual step increases that take place within the salary ranges for federal government employees.

Bank note expenditures are mainly for the purchase and shipping across the country of new bills printed for the Bank by the B A Bank-note and the Canadian Bank Note companies in Ottawa. The number of Optical Security Devices produced and applied to notes continued to rise in 1991 with the growing number of new \$50 and \$100 notes issued. In addition, about 5 per cent of the bank note expenditures reflect the costs of research to improve security features and processing. Recently developed equipment has enabled the Bank to recover and reissue a higher proportion of the used notes it receives on deposit and to reduce the orders for new notes.

A significant factor adding to the "Other expenses" of the Bank in 1991 was the initial costs associated with a shift to external suppliers of cleaning services for the Bank's buildings. Savings from the contracting out of this work are expected to be \$1.5 million in 1992 and \$2 million annually thereafter.

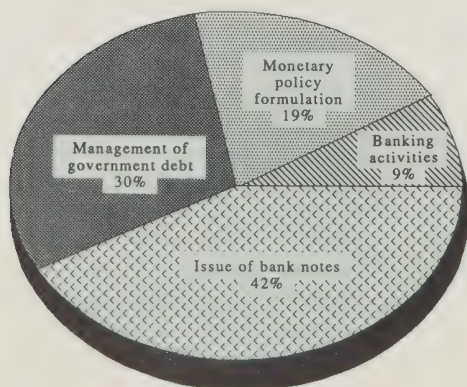
The depreciation charge for the use of buildings and equipment fell in 1991 following the large initial allowance for depreciation associated with a major replacement of computers in 1990. However, depreciation expenses will rise over the next few years as the new cash centres in Montreal and Toronto are completed and equipped, and additional equipment is brought on stream to produce and apply Optical Security Devices.

The Bank has taken action to increase the recovery of costs for providing certain services and is examining the feasibility of further steps in this direction. The fees charged for wire transfers and other same-day services relating to Government of Canada bond transactions were extended in 1991 to include treasury bills. An entrance fee to the Bank's Currency Museum was introduced in 1991. Authority has been sought to adjust the fees charged for the registration of the intention to pledge certain assets for loan security under Section 178 of the *Bank Act*.

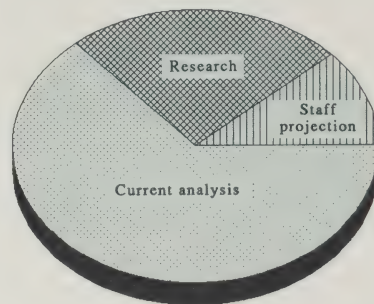
* * * * *

Operating cost by function

The following chart shows how the Bank's total operating costs of \$205.6 million are allocated to its major functions:

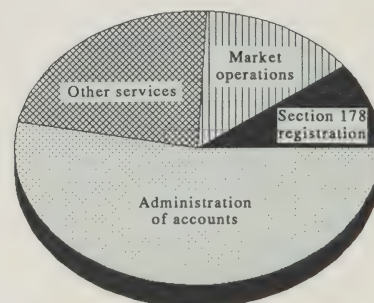


Monetary policy formulation



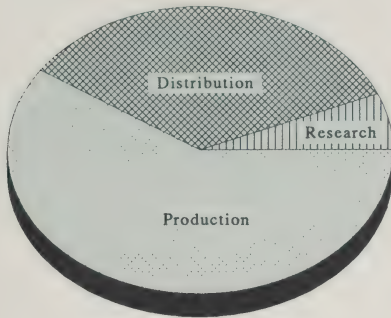
Operating costs related to the formulation of monetary policy amounted to about \$39 million in 1991. About three-quarters of the total was related to the assessment of financial and economic conditions in Canada and abroad and the economic outlook. The balance of the costs was associated with more in-depth research into the operation of the economy and financial markets.

Banking activities



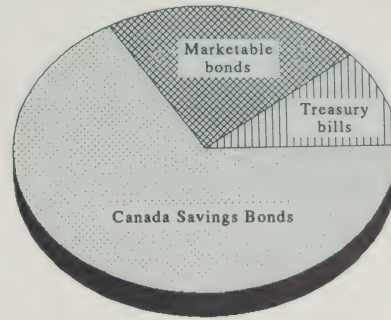
The net cost of banking activities was almost \$19 million for the year. About two-thirds of these costs were for the administration of accounts and market operations where there is little scope for cost recovery. "Other services" accounted for almost one-quarter of banking activity costs and related mainly to advances to members of the Canadian Payments Association, administration of unclaimed bank balances and management of the national currency collection and museum.

Issue of bank notes



The operating costs associated with the issue of bank notes totalled \$86 million. The production costs, representing about 60 per cent, included the purchase of new notes and the cost of producing and applying an Optical Security Device to the higher denomination notes. Distribution costs, the next largest component, related to the transport of new notes to the Bank's Agencies, processing of orders and returns of notes from banks. Research costs mainly reflected the development of bank note security features.

Management of government debt



The cost of managing the Government of Canada debt totalled \$62 million. By law, the Bank provides such fiscal agency services without charge, with the level of these activities dependent upon the government's requirements. About two-thirds of the total costs were associated with the processing of Canada Savings Bonds, which are much more widely held than marketable bonds and treasury bills.

FINANCIAL STATEMENTS

AUDITORS OF THE BANK OF CANADA
VERIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ

PEAT MARWICK THORNE

AUDITORS' REPORT

We have audited the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1991 and the statement of revenue and expense for the year then ended. These financial statements are the responsibility of the Bank's management. Our responsibility is to express an opinion on these financial statements based on our audit.

We conducted our audit in accordance with generally accepted auditing standards. Those standards require that we plan and perform an audit to obtain reasonable assurance whether the financial statements are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the financial statements. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall financial statement presentation.

In our opinion, these financial statements present fairly, in all material respects, the financial position of the Bank as at December 31, 1991 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies applied on a basis consistent with the preceding year.

Raymond, Chabot, Martin, Paré *Peat Marwick Thorne.*

Chartered Accountants

Ottawa, Canada

January 24, 1992

Bank of Canada**Statement of revenue and expense****Year ended 31 December 1991****(with comparative figures for 1990)**

	<u>1991</u>	<u>1990</u>
	Millions of dollars	
REVENUE:		
Revenue from investments, net of interest		
paid on deposits of \$39.0 (\$46.7 in 1990)	<u>\$2,324.4</u>	<u>\$2,614.5</u>
OPERATING EXPENSES:		
Staff expenses (note 2):		
Salaries	\$ 80.2	\$ 78.9
Contributions to pension and insurance funds	11.8	10.9
Travel and staff transfers	2.7	3.4
Other staff expenses	<u>2.8</u>	<u>2.8</u>
	97.5	96.0
Bank note costs	41.7	41.5
Other expenses:		
Premises maintenance – net of rental income	21.2	19.8
Taxes – municipal and business	10.9	10.3
Directors' fees	0.1	0.1
Auditors' fees and expenses	0.6	0.6
Data processing and computer costs	7.5	7.8
Printing of publications	0.7	0.8
Other printing and stationery	2.0	2.4
Postage and express	1.7	1.7
Telecommunications	1.9	2.0
Other expenses – net (note 3)	<u>2.6</u>	<u>2.9</u>
	49.2	48.4
Depreciation on buildings and equipment	<u>17.2</u>	<u>20.1</u>
	205.6	206.0
NET REVENUE PAID TO		
RECEIVER GENERAL FOR CANADA	<u>\$2,118.8</u>	<u>\$2,408.5</u>

(See accompanying notes to the financial statements)

Bank of Canada

Statement of assets and liabilities

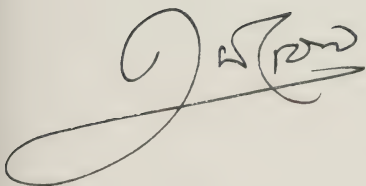
As at 31 December 1991
(with comparative figures for 1990)

ASSETS	1991	1990
	Millions of dollars	
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	\$ 230.7	\$ 343.8
Other currencies	6.2	24.0
	<u>236.9</u>	<u>367.8</u>
Advances to members of the Canadian Payments Association (note 8) ...	1,173.9	470.7
Investments — at amortized values:		
Treasury bills of Canada	12,819.1	10,247.8
Other securities issued or guaranteed by		
Canada maturing within three years	3,920.1	3,997.2
Other securities issued or guaranteed by		
Canada not maturing within three years	5,356.6	5,753.4
Other investments	<u>3,002.9</u>	<u>3,863.7</u>
	<u>25,098.7</u>	<u>23,862.1</u>
Bank premises (note 4)	196.6	167.6
Other assets	339.0	406.3
	<u><u>\$27,045.1</u></u>	<u><u>\$25,274.5</u></u>

(See accompanying notes to the financial statements)

LIABILITIES

	1991	1990
	Millions of dollars	
Capital paid up (note 5)	\$ 5.0	\$ 5.0
Rest fund (note 6)	25.0	25.0
Notes in circulation	24,481.4	22,970.0
Deposits:		
Government of Canada	21.0	10.6
Chartered banks	1,617.9	1,458.3
Other members of the Canadian Payments Association	133.6	134.0
Other deposits	559.4	405.8
	2,331.9	2,008.7
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	95.6	210.4
Other liabilities	106.2	55.4
	<u>\$27,045.1</u>	<u>\$25,274.5</u>



Governor, J. W. CROW



Chief Accountant, J.-P. AUBRY

Bank of Canada

Notes to the financial statements

Year ended 31 December 1991

1. Significant accounting policies:

The financial statements of the Bank conform to the disclosure and accounting requirements of the Bank of Canada Act and the Bank's by-laws. The significant accounting policies of the Bank are:

a) Revenues and expenses:

Revenues and expenses are accounted for on the accrual basis except for interest on advances to a bank ordered to be wound up where interest is recorded as received.

b) Investments:

Investments, consisting mainly of Government of Canada treasury bills and bonds, are recorded at cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition are included in revenue.

c) Translation of foreign currencies:

Assets and liabilities in foreign currencies are translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end. Gains and losses from translation of, and transactions in, foreign currencies are included in revenue.

d) Bank premises:

Bank premises, consisting of land, buildings and equipment, are recorded at cost less accumulated depreciation. Depreciation is calculated on the declining balance method using the following annual rates:

Asset	Rate
Buildings	5%
Computer equipment	35%
Other equipment	20%

A full year of depreciation is charged against assets in the year of acquisition, except for Projects in progress which are depreciated from the point of substantial completion. No depreciation is taken on assets in the year of disposal.

e) Pension plan:

Pension plan expense is recorded on the basis of the Bank's contributions. Actuarial surpluses or deficiencies, if any, are amortized over periods not exceeding those provided for by the Pension Benefits Standards Act, 1985, and the regular contributions are adjusted accordingly.

f) Insurance:

The Bank does not insure against direct risks of loss to the Bank, except for potential liabilities to third parties and where there are legal or contractual obligations to carry insurance. Any costs arising from these risks are recorded in the accounts at the time they can be reasonably estimated.

2. Staff expenses:

Wages and benefits of Bank staff engaged in premises maintenance are not included in this category but rather as part of the Premises maintenance expenses.

3. Other expenses - net:

Other expenses - net includes expenses recovered through fees for a variety of services provided by the Bank. In the past, these recoveries (\$0.7 million in both 1990 and 1991) were recorded in Revenue.

4. Bank premises:

	1991			1990		
	Millions of dollars					
	Cost	Accumulated depreciation	Net book value	Cost	Accumulated depreciation	Net book value
Land and buildings	\$174.6	\$ 79.2	\$ 95.4	\$173.8	\$ 74.3	\$ 99.5
Computer equipment	43.4	31.7	11.7	40.6	25.5	15.1
Other equipment	68.6	44.2	24.4	62.9	38.2	24.7
	<u>286.6</u>	<u>155.1</u>	<u>131.5</u>	<u>277.3</u>	<u>138.0</u>	<u>139.3</u>
Projects in progress	65.1	—	65.1	28.3	—	28.3
	<u>\$351.7</u>	<u>\$155.1</u>	<u>\$196.6</u>	<u>\$305.6</u>	<u>\$138.0</u>	<u>\$167.6</u>

5. Capital:

The authorized capital of the Bank is \$5.0 million divided into 100,000 shares of the par value of \$50 each. The shares are fully paid and in accordance with the Bank of Canada Act have been issued to the Minister of Finance, who is holding them on behalf of Canada.

6. Rest fund:

The rest fund was established by the Bank of Canada Act and represents the general reserve of the Bank. In accordance with the Act, the rest fund was accumulated out of net revenue until it reached the stipulated maximum amount of \$25.0 million in 1955. Subsequently, all net revenues have been paid to the Receiver General for Canada.

7. Commitments:

As at 31 December 1991, outstanding commitments under contracts for new buildings and equipment totalled \$65 million. These contracts call for payments over the next three years and pertain to the Bank's responsibility for the issuance of bank notes.

8. Legal matters:

Advances include a total of \$29.5 million (\$29.6 million in 1990) provided to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank for which winding-up orders have been issued by the courts. On the basis of the available information, it is the opinion of the Bank of Canada that this amount will be fully repaid from the proceeds of the liquidations.

The Bank of Canada's security for these advances includes the loan portfolios of those institutions. In the case of the Canadian Commercial Bank, two issues are being considered by the courts. On 14 March 1991, the Alberta Court of Appeal reversed the decision of the Alberta Court of Queen's Bench and ruled that interest received from the loan portfolio does form part of the Bank of Canada's security. On 14 November 1991, leave was granted to the liquidator to appeal this decision to the Supreme Court of Canada. The liquidator's conclusion that loans made by the Canadian Commercial Bank in California form part of the Bank of Canada's security has been challenged and this issue is to be tried in the Alberta Court of Queen's Bench. In the event of a final legal determination that all of the interest or all of the California loan portfolio is not included in the security, it could result in some adjustment to amounts which have been recorded in income. The information available at the present time is not sufficient to estimate the potential magnitude of such an adjustment.

BOARD OF DIRECTORS

John W. Crow	Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
Gordon G. Thiessen	Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
Jalynn H. Bennett	TORONTO, ONTARIO <i>Member of the Executive Committee</i>
John T. Douglas	NEW GLASGOW, NOVA SCOTIA
William A. Graham	LONDON, ONTARIO
Brian R. Heidecker	CORONATION, ALBERTA <i>Member of the Executive Committee</i>
Frederick E. Hyndman	CHARLOTTETOWN, PRINCE EDWARD ISLAND <i>Member of the Executive Committee</i>
Harold W. Lane, Q.C.	SASKATOON, SASKATCHEWAN
Leslie M. Little, Q.C.	VANCOUVER, BRITISH COLUMBIA <i>Member of the Executive Committee</i>
James A. MacMurray	SAINT JOHN, NEW BRUNSWICK
Nancy Orr-Gaucher	WESTMOUNT, QUEBEC
Susan H. Patten	ST. JOHN'S, NEWFOUNDLAND
Ernest G. Penner	STEINBACH, MANITOBA
Ex officio	
Frederick W. Gorbet	Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>

SENIOR OFFICERS

John W. Crow, *Governor*

Gordon G. Thiessen, *Senior Deputy Governor*

J. N. Ross Wilson, *Deputy Governor*

Charles Freedman, *Deputy Governor*

Alvin C. Lamb, *Director of Administration*

Frank Faure, *Adviser*

W. Paul Jenkins, *Adviser*

William E. Alexander, *Adviser*

Bernard Bonin, *Deputy Governor*

William R. White, *Deputy Governor*

Serge Vachon, *Adviser*¹

Tim E. Noël, *Adviser*

Louise Vaillancourt-Châtillon, *Adviser and Secretary*

John E. H. Conder, *Adviser*

†see below

Associate Advisers

Jacques Clément, *Chief, Securities, Montreal Div.*

Donald R. Stephenson

Securities Department

Vaughn O'Regan, *Chief*

R. Bruce Montador, *Deputy Chief*

Ian D. Clunie, *Chief, Market Analysis
and Open Market Operations*

James F. Dingle, *Securities Adviser*²

Patrick E. Demerse, *Securities Adviser*

Stephen L. Harris, *Securities Adviser*

Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

Research Department

Pierre Duguay, *Chief*

Stephen S. Poloz, *Deputy Chief*

David E. Rose, *Research Adviser*

Department of Monetary and Financial Analysis

David J. Longworth, *Chief*

John G. Selody, *Deputy Chief*

Clyde A. Goodlet, *Research Adviser*

Kevin Clinton, *Research Adviser*

International Department

John D. Murray, *Chief*

Brian P.J. O'Reilly, *Deputy Chief*

Nicholas Close, *Chief, Foreign Exchange
Operations*

Paul R. Fenton, *Research Adviser*

Department of Banking Operations

Donald G. M. Bennett, *Chief*

Roy L. Flett, *Associate Chief*

William R. Melbourn, *Deputy Chief*

Gordon B. May, *Deputy Chief*

Public Debt Department

Bonnie J. Schwab, *Chief*

Secretary's Department

L. Theodore Requard, *Chief*

Guy Thériault, *Deputy Secretary*

DEBT SYSTEMS

James M. McCormack, *Program Co-ordinator*

Automation Services Department

Daniel W. MacDonald, *Chief*

F. J. Bruce Turner, *Deputy Chief*

Personnel Department

George M. Pike, *Chief*

Claude J.-B. Montambault, *Deputy Chief*

Department of Premises Management

Colin Stephenson, *Chief*

Comptroller's Department

Jean-Pierre Aubry, *Comptroller and Chief Accountant*

Frank J. Mahoney, *Deputy Comptroller*

Audit Department

Janet Cosier, *Auditor*

Peter Koppe, *Deputy Auditor*

1. Also Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

2. Also Alternate Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

† Jacques A. Bussières, Adviser to the Governor, is on a leave of absence. He is serving as Governor of the Bank of Zambia.

REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES

Financial Market Representatives

Securities and International Departments

- Montreal**
Jacques Clément, *Chief, Montreal Division*
- Toronto**
Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*
D. J. S. Morgan, *Foreign Exchange Adviser*
- Vancouver**
Ritha Khemani, *Representative*

Regional Agents

Department of Banking Operations

- Halifax**
Robert E. Burgess
- Saint John**
Kenneth T. McGill
- Montreal**
J. G. Michel Sabourin
- Ottawa**
Robert Dupont
- Toronto**
William G. Percival
- Winnipeg**
Harry S. Hooper
- Regina**
Graham L. Page
- Calgary**
Claude P. Desautels
- Vancouver**
William H. Watson

REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES

Représentants auprès des
marchés financiers

Départements des Valeurs et des
Relations internationales

Montréal
Jacques Clément, *chef, Bureau de Montréal*
Toronto
Donald R. Cameron, *chef, Bureau de Toronto*
D. J. S. Morgan, *cambiste-conseil*
Vancouver
Ritha Khemani, *représentante*

Agents régionaux

Département des Opérations bancaires

Halifax
Robert E. Burgess
Saint John
Kenneth T. McGill
Montréal
J. G. Michel Sabourin
Ottawa
Robert Dupont
Toronto
William G. Percival
Winnipeg
Harry S. Hooper
Regina
Graham L. Page
Calgary
Claude P. Desautels
Vancouver
William H. Watson

John W. Crow, gouverneur
Gordon G. Thiessen, premier sous-gouverneur
Bernard Bonin, sous-gouverneur
William R. White, sous-gouverneur
Serge Vachon, conseiller
Tim E. Noël, conseiller
Louise Vaillancourt-Châtillon, conseillère et secrétaire
John E. H. Conder, conseiller
† Voir ci-dessous.

Conseillers associés
Jacques Clément, chef, Valeurs, Bureau de Montréal
Donald R. Stephenson

Département des Valeurs

Vaughn O'Regan, chef
R. Bruce Montador, sous-chef
Ian D. Clunie, chef, Analyse du marché des valeurs
et Opérations d'open market

James F. Dingie, conseiller en valeurs
Patrick E. Demerise, conseiller en valeurs
Stephen L. Harris, conseiller en valeurs

Département des Recherches

Donald R. Cameron, chef, Bureau de Toronto
Pierre Duguay, chef
Stephen S. Poloz, sous-chef

David E. Rose, conseiller en recherches

Département des Études monétaires et financières

David J. Longworth, chef
John G. Selody, sous-chef
Clyde A. Goodlet, conseiller en recherches

Kevin Clinton, conseiller en recherches

Département des Relations internationales

John D. Murray, chef
Brian P. J. O'Reilly, sous-chef
Nicholas Close, chef, Opérations sur devises

Paul R. Fenton, conseiller en recherches

Département de Contrôle

Jean-Pierre Aubry, contrôleur et chef de la comptabilité
Frank J. Mahoney, sous-contrôleur

Département de la Vérification

Janet Cosier, vérificatrice
Peter Koppe, sous-vérificateur

1. Également président du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements
2. Également président du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements

† Jacques A. Bussières, conseiller du gouverneur, est en congé pour occuper les fonctions de gouverneur de la Banque de Zambie.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

John W. Crow	Gouverneur
Gordon G. Thiessen	Premier sous-gouverneur
Jalynn H. Bennett	<i>Membre du Comité de direction</i>
John T. Douglas	TORONTO (ONTARIO)
William A. Graham	<i>Membre du Comité de direction</i>
Brian R. Heidecker	NEW GLASGOW (NOUVELLE-ÉCOSSE)
Frederick E. Hyndman	LONDON (ONTARIO)
Harold W. Lane, c.r.	CORONATION (ALBERTA)
Leslie M. Little, c.r.	<i>Membre du Comité de direction</i>
James A. MacMurray	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)
Nancy Orr-Gaucher	<i>Membre du Comité de direction</i>
Susan H. Patten	SASKATOON (SASKATCHEWAN)
Ernest G. Penner	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)
Membre d'office	<i>Membre du Comité de direction</i>
Frederick W. Gorbet	SAINT JOHN (NOUVEAU-BRUNSWICK)
	WESTMOUNT (QUÉBEC)
	ST. JOHN'S (TERRE-NEUVE)
	STEINBACH (MANITOBA)
	Sous-ministre des Finances
	<i>Membre du Comité de direction</i>

4. Immeubles de la Banque :

En millions de dollars		1991		1990	
Terrains et bâtiments	Coût	174,6 \$	79,2 \$	173,8 \$	Coût
	Amortis- sement cumulé	43,4	31,7	40,6	Amortis- sement cumulé
	Autre équipement	68,6	44,2	62,9	Autre équipement
	Projets en cours	286,6	155,1	277,3	Projets en cours
		65,1	-	28,3	
		351,7 \$	155,1 \$	305,6 \$	
		196,6 \$	65,1	138,0 \$	
				28,3	
				167,6 \$	

5. Capital versé :

La Banque a un capital autorisé de 5,0 millions de dollars divisé en 100 000 actions d'une valeur nominale de 50 \$ chacune. Les actions ont été payées intégralement, et, conformément à la *Loi sur la Banque du Canada*, elles ont été émises au nom du ministre des Finances, qui les détient pour le compte du Canada.

6. Fonds de réserve :

Le fonds de réserve établi en vertu de la *Loi sur la Banque du Canada* représente la réserve générale de la Banque. Conformément à cette loi, des prélèvements sur le revenu net de la Banque ont été accumulés au fonds de réserve jusqu'à ce qu'il atteigne, en 1955, le montant maximal stipulé, soit 25,0 millions de dollars. Depuis, la totalité du revenu net est versée au Receveur général du Canada.

7. Engagements :

Au 31 décembre 1991, le total des engagements découlant de contrats de construction d'immeubles et d'acquisition d'équipement était de 65,0 millions de dollars. Ces contrats prévoient le versement de ces montants au cours des trois prochaines années et concernent tous des projets reliés aux responsabilités de la Banque en matière d'émission de billets de banque.

8. Modalités légales :

Les avances comprennent des prêts d'un montant total de 29,5 millions de dollars (29,6 millions en 1990) consentis à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque et qui ont fait l'objet d'ordonnances judiciaires de liquidation. Sur la foi des renseignements dont elle dispose, la Banque du Canada estime que ce montant sera remboursé intégralement à même le produit des liquidations.

La garantie reçue par la Banque du Canada pour ces avances comprend les portefeuilles de prêts de ces institutions. Dans le cas de la Banque Commerciale du Canada, les tribunaux sont saisis de deux questions. Le 14 mars 1991, la Cour d'appel de l'Alberta a cassé la décision de la Cour du banc de la reine de l'Alberta et conclu que les intérêts provenant du portefeuille de prêts font partie de la garantie de la Banque du Canada. Le 14 novembre 1991, le liquidateur selon laquelle les prêts consentis par la Banque Commerciale du Canada en Californie font partie de la garantie de la Banque du Canada a été contesté, et la question doit être tranchée par la Cour du banc de la reine de l'Alberta. Si les tribunaux décident en dernière instance que la totalité des intérêts ou la totalité du portefeuille de prêts sont exclus de la garantie, il pourrait être nécessaire de redresser les montants qui ont été comptabilisés dans les revenus. À l'heure actuelle, les renseignements disponibles ne permettent pas d'estimer l'ampleur éventuelle de tels redressements.

Banque du Canada

Notes complémentaires aux états financiers

pour l'exercice terminé le 31 décembre 1991

I. Principales conventions comptables :

La présentation des états financiers de la Banque satisfait aux exigences de la *Loi sur la Banque du Canada* et de ses statuts administratifs en matière de comptabilité et de divulgation. Les principales conventions comptables de la Banque sont énumérées ci-dessous :

a) Revenus et dépenses :

Les revenus et les dépenses sont inscrits selon la méthode de la comptabilité d'exercice, à l'exception des intérêts sur les avances consenties à une banque dont la liquidation a été ordonnée, lesquels ne sont inscrits que lorsqu'ils sont perçus.

b) Placements :

Les placements, qui consistent surtout en bons du Trésor et en obligations du gouvernement du Canada, sont inscrits au prix coûtant ajusté en fonction de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur réalisation de ces placements sont imputés aux revenus.

c) Conversion des devises étrangères :

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice. Les gains ou les pertes sur la conversion des devises étrangères et les opérations qui s'y rapportent sont imputés aux revenus.

d) Immeubles de la Banque :

Cette catégorie comprend les terrains, les bâtiments et l'équipement, qui sont inscrits à leur coût, moins l'amortissement cumulé. L'amortissement est calculé, selon la méthode du solde dégressif, aux taux annuels suivants :

Actif	Taux
Bâtiments	5 %
Équipement informatique	35 %
Autre équipement	20 %

e) Régime de retraite :

Une année complète d'amortissement est portée au compte des immobilisations durant l'exercice de l'achat, sauf pour les projets en cours, qui sont amortis à compter de l'achèvement intégral. Aucun amortissement n'est porté au compte des immobilisations durant l'exercice où un actif est aliéné.

Les dépenses liées au régime de retraite sont comptabilisées au montant des contributions versées par la Banque. Les surplus ou insuffisances actuariels, le cas échéant, sont amortis sur des périodes n'excédant pas celles qui sont prescrites par la *Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension*, et les contributions périodiques sont rajustées en conséquence.

f) Assurance :

La Banque n'est pas assurée contre les risques de perte auxquels elle est directement exposée, sauf en ce qui a trait à la responsabilité civile envers des tiers et lorsqu'elle est tenue de s'assurer en vertu de dispositions légales ou contractuelles. Les coûts découlant de ces risques sont inscrits aux comptes dès qu'il est possible d'en obtenir une estimation raisonnable.

2. Dépenses de personnel :

Les salaires et avantages sociaux du personnel affecté à l'entretien des immeubles, mais plutôt avec les dépenses d'entretien des immeubles.

3. Autres dépenses après recouvrements :

Cette catégorie inclut des sommes recouvrées sous forme de frais pour divers services fournis par la Banque. Par le passé, ces sommes (0,7 million de dollars pour 1990 et 1991) étaient inscrites dans les revenus.

1991 1990

En millions de dollars

Capital versé (note 5)	5,0 \$	5,0 \$
Fonds de réserve (note 6)	25,0	25,0
Billets en circulation	24 481,4	22 970,0
Dépôts :		
Gouvernement du Canada	21,0	10,6
Banques à charte	1 617,9	1 458,3
Autres membres de l'Association canadienne des paiements	133,6	134,0
Autres dépôts	559,4	405,8
Passif payable en devises étrangères :		
Gouvernement du Canada	95,6	210,4
Autres éléments du passif	106,2	55,4
	27 045,1 \$	25 274,5 \$

Le comptable en chef, J.-P. AUBRY

Le gouverneur, J. W. CROW

Banque du Canada
Etat de l'actif et du passif

au 31 décembre 1991
(avec chiffres comparatifs pour 1990)

ACTIF		1991	1990
		En millions de dollars	
Dépôts payables en devises étrangères :		230,7 \$	343,8 \$
Devises américaines		6,2	24,0
Autres devises		236,9	367,8
Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements (note 8)		1 173,9	470,7
Placements — à leurs valeurs amorties :			
Bons du Trésor du Canada		12 819,1	10 247,8
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, échéant dans les trois ans		3 920,1	3 997,2
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans		5 356,6	5 753,4
Autres placements		3 002,9	3 863,7
		25 098,7	23 862,1
Immeubles de la Banque (note 4)		196,6	167,6
Autres éléments de l'actif		339,0	406,3
		27 045,1 \$	25 274,5 \$

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

Banque du Canada
États des revenus et dépenses
pour l'exercice terminé le 31 décembre 1991
(avec chiffres comparatifs pour 1990)

	1991	1990	En millions de dollars
REVENUS :			
Revenus de placements après déduction des intérêts payés sur les dépôts, soit 39,0 \$ (46,7 \$ en 1990)	2 324,4 \$	2 614,5 \$	
DÉPENSES D'EXPLOITATION :			
Dépenses de personnel (note 2) :			
Traitements	80,2	78,9	
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance	11,8	10,9	
Déplacements et mutations	2,7	3,4	
Autres frais de personnel	2,8	2,8	
Coût des billets de banque	41,7	41,5	
Autres dépenses :			
Entretien des immeubles – après déduction des revenus de location	21,2	19,8	
Impôts municipaux et taxes d'affaires	10,9	10,3	
Honoraires des administrateurs	0,1	0,1	
Honoraires et frais des vérificateurs	0,6	0,6	
Informatique et coûts reliés aux ordinateurs	7,5	7,8	
Impression des publications	0,7	0,8	
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	2,0	2,4	
Postes et messageries	1,7	1,7	
Télécommunications	1,9	2,0	
Autres dépenses après recouvrements (note 3)	2,6	2,9	
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	17,2	20,1	
	205,6	206,0	
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	2 118,8 \$	2 408,5 \$	

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

AUDITORS OF THE BANK OF CANADA
VÉRIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ
PEAT MARWICK THORNE

RAPPORT DES VÉRIFICATEURS

Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1991 ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction de la Banque. Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en nous fondant sur notre vérification.

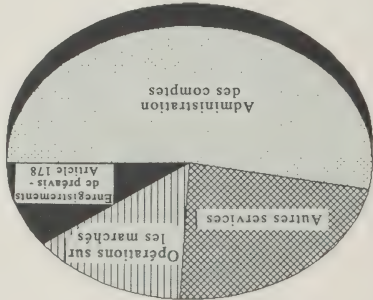
Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues. Ces normes exigent que la vérification soit planifiée et exécutée de manière à fournir un degré raisonnable de certitude quant à l'absence d'ineffectualités importantes dans les états financiers. La vérification comprend le contrôle par sondages des informations probantes à l'appui des montants et des autres éléments d'information fournis dans les états financiers. Elle comprend également l'évaluation des principes comptables suivis et des estimations importantes faites par la direction, ainsi qu'une appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

À notre avis, ces états financiers présentent fidèlement, à tous égards importants, la situation financière de la Banque au 31 décembre 1991 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

Raymond, Chabot, Martin, Paré
Peat Marwick Thorne.

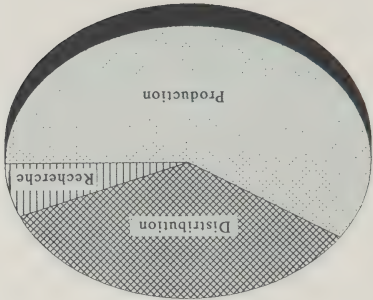
Comptables agréés
Ottawa, Canada
le 24 janvier 1992

Opérations bancaires



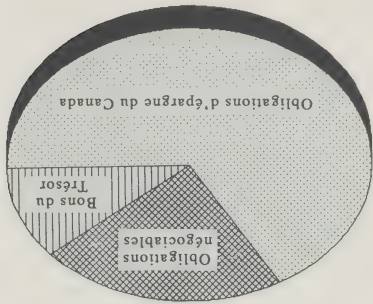
Le coût net des opérations bancaires a avoisiné les 19 millions de dollars en 1991. Les deux tiers de cette somme ont été consacrés à la gestion des comptes et aux opérations sur les marchés, où les possibilités de recouvrement des coûts sont minces. Les « Autres services », pour lesquels près du quart des dépenses ont été engagées, regroupent essentiellement les services liés aux avances consenties aux membres de l'Association canadienne des paiements, à l'administration des soldes bancaires non réclamés et à la gestion de la Collection nationale de monnaies et du Musée de la monnaie.

Emission des billets de banque



Les dépenses d'exploitation liées à l'émission des billets de banque se sont établies à 86 millions de dollars. Les coûts de production, qui représentent environ 60 % de ces dépenses, comprennent le prix d'achat des billets neufs ainsi que les coûts de fabrication de la vignette de sûreté et de son application sur les grosses coupures. Viennent ensuite les frais de distribution, c'est-à-dire les dépenses engagées pour l'expédition des billets neufs aux diverses agences de la Banque et le traitement des commandes et des billets retournés par les banques. Sous la rubrique « Recherche » se trouvent surtout les frais engagés par la Banque pour l'élaboration des éléments de sécurité des billets.

Gestion de la dette du gouvernement canadien



Les frais de gestion de la dette du gouvernement canadien ont totalisé 62 millions de dollars. La Banque est tenue par la loi de fournir gratuitement à l'État des services d'agent financier, qui varient selon les besoins de ce dernier. Les deux tiers à peu près des dépenses que la Banque a engagées à cet égard sont liées au traitement des obligations d'épargne du Canada, dont les détenteurs sont beaucoup plus nombreux que ceux des obligations négociables et des bons du Trésor.

par la société *B A Banknote* et par la Compagnie Canadienne des Billets de Banque Ltée. Le

nombre de vignettes de sûreté fabriquées et appliquées sur les billets de banque a continué d'augmenter en 1991 avec le nombre de billets de 50 et de 100 dollars mis en circulation. Environ 5 % des dépenses relatives aux billets de banque sont liées aux recherches entreprises pour améliorer les éléments de sécurité et le traitement des billets. Ayant récemment modernisé son équipement, la Banque a été en mesure de récupérer et de remettre en circulation une plus forte proportion des billets usagés reçus en dépôt et de réduire ainsi ses besoins en billets neufs.

La hausse des « Autres dépenses » de la Banque en 1991 est surtout attribuable aux frais initiaux liés au recours à une entreprise externe pour le nettoyage des immeubles de la Banque. La sous-traitance de ces travaux devrait permettre d'économiser 1,5 million de dollars en 1992 et par la suite 2 millions de dollars annuellement.

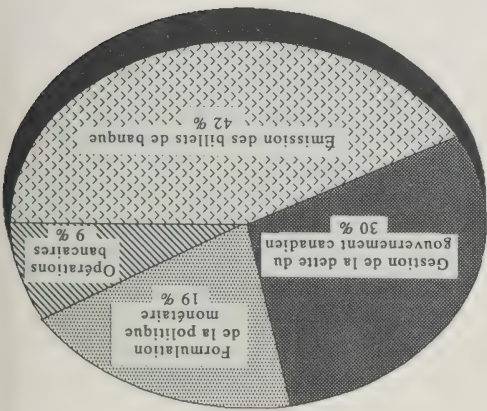
Les dépenses d'amortissement ont diminué en 1991 par rapport à 1990, année où un montant initial élevé avait été affecté à l'amortissement en raison du remplacement d'une bonne partie de l'équipement informatique de la Banque. Il est à prévoir que les dépenses d'amortissement augmenteront au cours des prochaines années, au fur et à mesure que les nouveaux centres de traitement des billets à Montréal et à Toronto seront achevés et équipés et que l'on mettra en service de l'équipement additionnel pour fabriquer et appliquer les vignettes de sûreté.

La Banque a pris des mesures en vue de recouvrer une plus grande partie des coûts liés à la prestation de certains services et elle étudie actuellement la possibilité de prendre d'autres mesures en ce sens. Par exemple, elle a étendu aux bons du Trésor les droits qu'elle percevait déjà sur les transferts électroniques et sur les autres services fournis le jour même dans le cadre d'opérations relatives aux obligations du gouvernement canadien. De même, le Musée de la monnaie a instauré en 1991 un droit d'entrée. Enfin, la Banque a demandé l'autorisation de rajuster les droits qu'elle perçoit pour l'enregistrement des préavis de nantissement de certains actifs en vertu de l'article 178 de la *Loi sur les banques*.

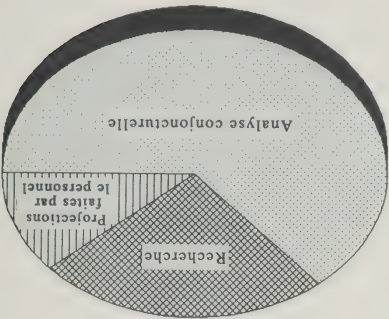
Répartition des dépenses d'exploitation

par fonction

Le graphique ci-après illustre la répartition des dépenses d'exploitation, qui totalisent 205,6 millions de dollars, entre les principales fonctions de la Banque :



Formulation de la politique monétaire



Les frais d'exploitation liés à la

formulation de la politique monétaire se sont chiffrés à 39 millions de dollars environ en 1991. À peu près les trois quarts de ce montant ont été consacrés à l'étude de la conjoncture économique et financière au Canada et à l'étranger, ainsi qu'aux prévisions économiques. Le montant restant a servi à des recherches encore plus approfondies sur le fonctionnement de l'économie et des marchés financiers.

Dépenses d'exploitation		En millions de dollars	
		1991	1990
Frais de personnel	Billets de banque	97,5	96,0
		41,7	41,5
Autres dépenses		49,2	48,4
Amortissement		17,2	20,1
Total		205,6	206,0

En 1991, la masse salariale a progressé de moins de 2 %. Le relèvement des taux de rémunération et des échelles salariales, approuvé à la fin de 1990, et une modification de la composition du personnel ont entraîné une augmentation du salaire moyen versé à la Banque. Parallèlement, le nombre total des années-personnes utilisées en 1991 (lequel comprend les heures supplémentaires et les employés temporaires et à temps partiel, mais non les employés affectés à l'entretien des immeubles) est passé de 2 301 à 2 193, ce qui représente une chute de 4,7 % par rapport à 1990.

En 1992, le nombre d'années-personnes utilisées baissera encore de près de 1 %, et aucune augmentation des taux de rémunération et des échelles salariales n'est accordée. Le salaire des cadres supérieurs est gelé. Les niveaux de rémunération des autres employés salariés ont été examinés à la lumière de la politique salariale de la Banque et, lorsqu'ils ne correspondaient pas au niveau de rendement, ils ont fait l'objet de rajustements au sein des échelles appropriées. Au total, les rajustements effectués sont comparables aux augmentations annuelles d'échelon dont bénéficiaient les employés du gouvernement fédéral.

Les dépenses relatives aux billets de banque ont servi principalement à l'achat et à l'expédition, dans l'ensemble du Canada, des billets que la Banque fait imprimer, à Ottawa,

La Banque du Canada est placée sous l'autorité d'un conseil d'administration. Celui-ci approuve les objectifs, les programmes et le budget de la Banque, après s'être assuré, à l'examen des propositions, que ceux-ci obéissent à des impératifs d'efficacité et d'économie.

Le programme et le budget pour l'année 1991, qui avaient été approuvés en décembre 1990, ont été modifiés en cours d'année de façon que le niveau des dépenses prévues soit pleine-ment compatible avec le programme de contrôle des dépenses annoncé le 26 février 1991 par le gouvernement fédéral. Afin de comprimer les dépenses pour 1991, la Banque a dû reporter ou annuler un certain nombre de projets et utiliser moins de ressources humaines. Outre la réduction du budget pour l'exercice de 1991, le Conseil d'administration a approuvé l'objectif consistant à limiter le taux moyen de croissance annuelle des dépenses d'exploitation à moins de 3 % au cours des cinq prochaines années. La Banque du Canada doit, tout en respectant cette limite, mener à bien la construction puis l'exploitation des nouveaux centres de traitement des billets de Montréal et de Toronto, ainsi que la production d'un nouveau billet de 20 dollars muni d'une vignette de sûreté. Comme le taux moyen de croissance visé sera dépassé en 1994 et 1995, lorsque l'incidence des dépenses liées à la construction de ces centres se fera sentir avec le plus d'acuité, l'augmentation des dépenses d'exploitation devra être inférieure à 3 % en 1992 et en 1993.

Les dépenses d'exploitation de la Banque du Canada pour l'année 1991 ont été moins élevées que prévu au budget; en fait, elles se sont maintenues au niveau enregistré en 1990. Si l'on exclut les effets de la TPS, elles ont de fait enregistré une baisse de 2 % par rapport à ce niveau. Le tableau ci-après fournit une ventilation des dépenses d'exploitation de la Banque.

swaps de taux d'intérêt en cours totalisant 4,9 milliards de dollars à la fin de 1991) a fléchi au cours de l'année, passant de 60,6 % à 59,7 %. L'encours des obligations d'épargne du Canada a connu une hausse de 1,4 milliard de dollars en 1991, après avoir accusé une baisse sensible pendant deux années de suite. Le produit brut des ventes de la nouvelle émission d'obligations d'épargne du Canada s'est chiffré à 9,6 milliards de dollars. La proportion de l'encours des emprunts sur le marché représentée par ces titres a quand même diminué de nouveau pour s'établir à 10,5 %, soit moins de la moitié du plus récent sommet, atteint en 1987.

La Banque est responsable de l'intégrité des registres de la dette publique intérieure, de l'exactitude des montants versés à titre de capital ou d'intérêt et de l'efficacité des méthodes utilisées pour effectuer ces paiements au nom du gouvernement. Le volume de traitement lié à l'administration de la dette a affiché une baisse pour la deuxième année d'affilée. Cette baisse est attribuable à la réduction de la charge de travail relative tant aux obligations d'épargne du Canada qu'aux obligations négociables.

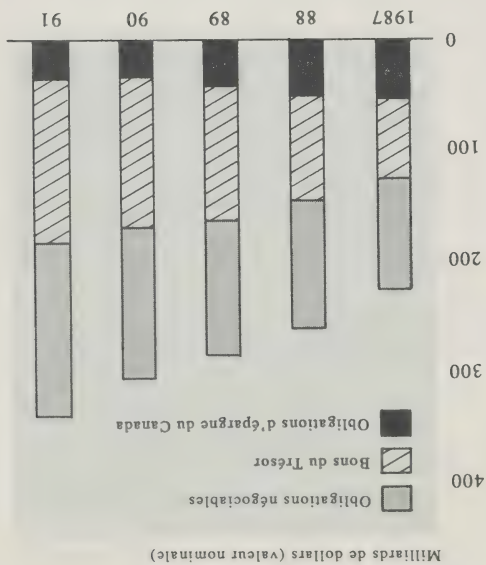
Au moins les trois quarts des opérations de traitement effectuées chaque année portent

sur les obligations d'épargne du Canada. Le nombre de certificats remboursés a de nouveau diminué de façon marquée en 1991, mais cette diminution a été compensée en partie par l'augmentation des ventes de ces titres et d'autres services. En effet, la Banque doit maintenant fournir chaque année aux propriétaires d'obligations d'épargne du Canada à intérêt composé de l'émission de 1990 et des émissions ultérieures des feuillets de renseignements faisant état des intérêts courus sur leurs titres.

Le volume de travail occasionné par le traitement des obligations négociables a fléchi au cours des deux dernières années, principalement parce que ces titres sont désormais traités dans les systèmes informatisés de compensation et de règlement de la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée. Cela a entraîné une réduction substantielle du nombre de certificats traités et un regroupement des paiements d'intérêts.

La Banque a entrepris la mise en place d'un registre automatisé des titres négociables du gouvernement, qui remplacera le registre manuel d'automatisation du registre permettant d'améliorer l'efficacité et la sécurité des opérations de traitement.

Encours des emprunts sur le marché libellés en dollars canadiens



négociables ont compté pour plus de la moitié de cette augmentation, et leur part dans l'encours de la dette s'est accrue pour atteindre 46,2 %. Près de 75 % de la valeur nominale des nouvelles émissions d'obligations négociables ont été placés par voie d'adjudication, tandis que le reste a été vendu à prix fixe par l'entremise de consortiums financiers de courtiers en valeurs mobilières et de banques. Au nombre des nouveaux emprunts figurait la première émission d'obligations à rendement réel, dont le rendement nominal est lié à l'indice des prix à la consommation; cette première émission se chiffrait à 700 millions de dollars.

Le recours aux bons du Trésor a légèrement diminué en 1991, et la proportion des emprunts intérieurs émis sur le marché sous cette forme est passée du niveau record de 43,9 % en 1990 à 43,3 %. L'échéance moyenne de la portion de la dette intérieure constituée de titres négociables (obligations et bons du Trésor) a augmenté de 4 mois pour s'établir à 4 ans et 5 mois. La proportion des emprunts sur le marché libellés en dollars canadiens dont les taux sont rajustés annuellement (y compris des

Ce sont les Agences de Montréal et de

billets, avec chacune plus de 25 % du total de billets manipulés en 1991. Le nombre de billets qui leur est confié annuellement a peu près décuplé depuis que les installations actuelles ont été construites, soit en 1950 dans le cas de Montréal, et en 1958 dans celui de Toronto.

Pour traiter les volumes actuels de façon plus efficiente et être à même de faire face aux augmentations prévues, la Banque fait actuellement construire de nouveaux centres de traitement des billets à l'extérieur des quartiers financiers de Montréal et de Toronto. Ces centres permettront d'améliorer la productivité grâce à l'utilisation d'une technologie avancée. Le nouveau centre des opérations de Montréal devrait être pleinement opérationnel vers le milieu de 1993, tandis que celui de Toronto devrait l'être environ un an plus tard.

Dans le cadre de son programme visant à décourager la contrefaçon, la Banque acquiert des équipements additionnels de production et d'application de la vignette de sûreté. Cet équipement lui est nécessaire pour incorporer la vignette au nouveau billet de 20 dollars, dont la mise en circulation est prévue pour 1993. La coupure de 20 dollars est celle qui est le plus largement utilisée : elle représente plus de 30 % du nombre total de billets en circulation. Les nouveaux billets de 50 et de 100 dollars, émis en 1989 et en 1990 respectivement, sont déjà dotés de la vignette.

La gestion de la dette du gouvernement canadien

En sa qualité d'agent financier du gouvernement, la Banque du Canada conseille celui-ci et est responsable de la gestion des nouvelles émissions de titres de dette, du service et, finalement, du remboursement de la dette. En 1991, l'encours des emprunts sur le marché libellés en dollars canadiens – obligations négociables, bons du Trésor et obligations d'épargne du Canada – a augmenté de 32,6 milliards de dollars pour passer à 340,7 milliards de dollars⁴. Les obligations

⁴ La dette publique comprend également les titres de dette libellés en devises et les émissions hors marché destinées aux comptes de l'État (en l'occurrence, presque exclusivement aux comptes de pension de retraite).

Les autres opérations bancaires

En vertu de l'article 178 de la Loi sur les

banques, la Banque du Canada est responsable des registres de préavis de nantissement de certaines catégories de biens d'équipement ou de stocks qui servent à garantir des emprunts contractés auprès des banques à charte. La Banque garde aussi les soldes non réclamés des comptes bancaires, lesquels sont transférés chez elle après avoir été inactifs pendant dix ans; elle tient dans chacune de ses agences des registres de ces soldes, que le public peut consulter gratuitement. Avec la nouvelle législation fédérale, la responsabilité de la Banque s'étendra aux soldes non réclamés des comptes tenus dans les sociétés de fiducie ou de prêt constituées en vertu d'une loi fédérale.

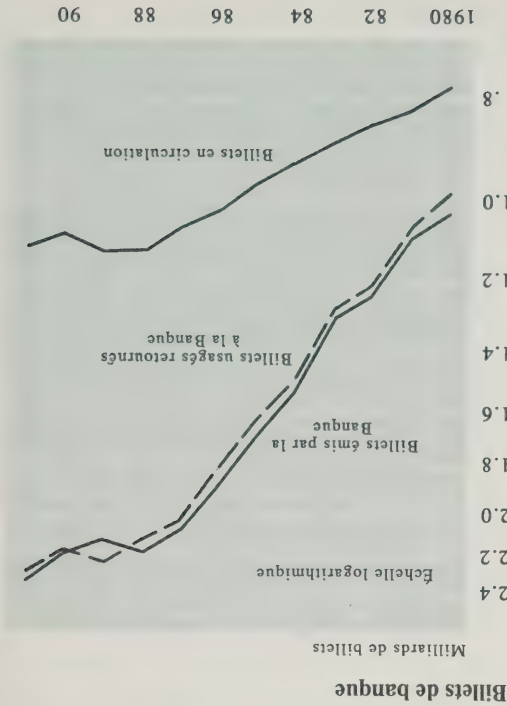
La Banque joue un rôle de conseiller en matière de réglementation et de surveillance des institutions financières. Afin que soient étroitement coordonnées les opérations qu'effectue la Banque à titre de prêteur en dernier ressort et les activités de surveillance du Bureau du surintendant des institutions financières, le gouverneur est membre d'office du Comité de surveillance des institutions financières, que préside le surintendant. Le gouverneur est également membre d'office du conseil d'administration de la Société d'assurance-dépôts du Canada.

Pour assurer une gestion adéquate des risques afférents aux systèmes canadiens de compensation et de règlement et pour satisfaire à ses propres exigences de fonctionnement, la Banque participe à différents projets. En effet, elle collabore avec d'autres membres de l'Association canadienne des paiements à l'étude du projet de mise sur pied d'un système de transfert de paiements de grande valeur; elle travaille, de concert avec la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée, à l'élaboration d'un service de compensation et de règlement des transactions sur titres et titres du marché monétaire; elle siège aussi à différents comités constitués au Canada pour étudier la possibilité de mettre en œuvre les recommandations relatives aux mécanismes de compensation et de règlement des transactions sur titres que contient le rapport du groupe des Trente; en outre, elle participe avec les institutions financières aux discussions entourant le mécanisme de compensation multilatérale des opérations sur devises.

L'émission des billets de banque

La Banque doit répondre efficacement à la demande de billets de banque partout au pays et prévenir la contrefaçon afin que l'authenticité de ses billets ne soit pas mise en doute. Elle émet des billets pour répondre à l'accroissement de la demande et pour remplacer les billets devenus impropres à la circulation. La Banque remet aussi en circulation les billets usagés en bon état qui lui ont été retournés par les institutions financières ayant un surplus de numéraire. À la fin de 1991, l'encours des billets se chiffrait à 24,5 milliards de dollars, soit environ 90 % de l'ensemble du passif de la Banque.

Le volume de billets traités par les agences de la Banque, situées dans différentes régions du pays, a recommencé à augmenter en 1991; sa croissance avait été interrompue en 1989, l'émission des billets de un dollar ayant été abandonnée vers le milieu de l'année. La Banque a ainsi traité plus de 4,5 milliards de billets, chiffre qui tient compte à la fois des retraits de billets et des dépôts de billets usagés effectués par les institutions financières.



aussi porter sur d'autres monnaies, en particulier le mark allemand et le yen; ces opérations sont habituellement faites de concert avec les banques centrales des autres pays du groupe des Sept. Compte tenu du niveau élevé qu'ont atteint les réserves officielles du Canada ces dernières années, la Banque a consacré davantage de ressources à la gestion du portefeuille d'avoirs du Fonds des changes; elle a notamment fait l'acquisition de systèmes automatisés dans le but de faciliter les décisions relatives au placement des réserves.

Les réserves officielles du Canada ont accusé en 1991 une baisse d'un montant équivalant à 1 679 millions de dollars E.-U. pour s'établir à 16 901 millions de dollars E.-U. à la fin de l'année. Les opérations de swap de gestion de trésorerie mentionnées précédemment, dont l'encours s'élevait à 2 milliards de dollars E.-U. à la fin de 1991, expliquent amplement cette baisse. Par ailleurs, des remboursements nets de 929 millions de dollars E.-U. de bons du Canada, lesquels sont émis aux États-Unis, ont ramené l'encours de ces bons à 38,5 millions de dollars E.-U. à la fin de 1991.

Les banques centrales étrangères

La Banque du Canada gère les comptes de dépôt que 57 banques centrales étrangères tiennent auprès d'elle pour faciliter les opérations officielles qu'elles-mêmes ou les gouvernements de leurs pays effectuent en dollars canadiens. En 1991, la Banque du Canada a conclu avec la banque centrale du Mexique un accord prévoyant l'octroi réciproque d'une ligne de crédit en devises et la tenue de consultations régulières sur des questions financières et économiques. Cette facilité de crédit n'a pas été utilisée. Un accord du même type lie la Banque du Canada et la Banque fédérale de réserve de New York depuis 1962. Par ailleurs, la Banque du Canada, avec le consentement du ministre des Finances, a participé avec les autorités monétaires d'autres pays industriels à une opération de financement visant à accorder un crédit-relais à la Roumanie. La part souscrite par le Canada dans cette opération multilatérale, liée à un programme d'assistance du FMI, était de 10 millions de dollars E.-U. Ce prêt a été entièrement remboursé par la Roumanie avant l'échéance.

adjudications régulières de bons du Trésor ont fluctué, d'une semaine à l'autre, entre 5 et 7,2 milliards de dollars, selon les besoins de liquidités. Tirant parti de la technique des swaps de gestion de trésorerie introduite en 1991, le Fonds des changes a conclu avec des banques canadiennes des accords de réciprocité en vertu desquels une partie de ses avoirs en devises a été échangée contre des dollars canadiens pour des échéances allant de un jour à trois mois. Ces opérations ont permis de limiter le recours aux bons de gestion de trésorerie (il s'agit de bons du Trésor assortis d'une échéance de moins de trois mois, la plus courte en 1991 ayant été de 11 jours). Ainsi, 11 émissions de ces bons ont été lancées en 1991, pour un montant total de 13,5 milliards de dollars, contre 22 émissions s'élevant à 24 milliards de dollars en 1990. En outre, afin que le solde des comptes à vue du gouvernement se maintienne au niveau minimum qu'imposent la mise en œuvre de la politique monétaire et l'obligation d'effectuer les paiements, la portion des liquidités excédant les besoins quotidiens du gouvernement a été mise aux enchères auprès des adhérents de l'Association canadienne des paiements pour des échéances précises allant de un à dix jours; en 1991, l'encours quotidien de ces dépôts à terme s'est élevé à 1,9 milliard de dollars en moyenne et a fluctué entre zéro et 6,4 milliards de dollars. Des parts de dépôts à vue ont été adjudgées aux adhérents à chacune des périodes bimensuelles de calcul des réserves³.

Le Fonds des changes

Au nom du ministre des Finances, la Banque du Canada effectue des opérations sur le marché des changes dans le but de favoriser un comportement ordonné du dollar canadien et gère le portefeuille d'avoirs du Fonds des changes. Son intervention consiste généralement en des achats ou des ventes de dollars E.-U. contre des dollars canadiens. Les opérations de la Banque sur le marché des changes peuvent

³ Voir « Note technique : L'adjudication des dépôts du Receveur général », *Revue de la Banque du Canada*, août 1991.

Les économistes de la Banque analysent l'évolution de la conjoncture économique et financière à partir de données tirées de sources nationales et internationales, données qu'ils complètent à l'aide de lectures et de travaux portant sur le fonctionnement de l'économie. Les renseignements obtenus alimentent directement le processus de prise de décisions en matière de politique monétaire.

Par ailleurs, les cadres supérieurs de la Banque rencontrent divers groupes au Canada pour discuter de questions relatives à la politique monétaire et des progrès accomplis dans la réalisation des objectifs visés. En 1991, le gouverneur a prononcé six discours officiels devant des auditoires représentant divers secteurs de l'économie dans différentes villes, de Vancouver à Saint John. Il a également été appelé, à deux reprises, à témoigner devant des comités parlementaires. En outre, le gouverneur et les cadres supérieurs de la Banque ont, à l'occasion de plus de 125 rencontres informelles au cours de l'année, échangé des renseignements sur la situation économique du pays et des régions avec des universitaires, des groupes d'intérêts, des représentants des secteurs industriels et financiers et des fonctionnaires provinciaux de tous les coins du pays.

La Banque apporte parfois une aide technique à des pays en développement, habituellement par l'entremise du FMI. Elle a aussi donné son accord à l'octroi, sous les auspices du FMI, d'une aide technique aux banques centrales des pays d'Europe de l'Est engagés dans un processus de réforme économique et aux républiques de l'ancienne URSS.

Les opérations bancaires

La Loi sur la Banque du Canada autorise la Banque à mener différentes opérations bancaires. Celles-ci visent essentiellement à soutenir la mise en œuvre de la politique monétaire et à assurer la prestation de services bancaires au gouvernement et à d'autres clients.

La mise en œuvre de la politique monétaire

La mise en œuvre de la politique monétaire a pour objet l'établissement de conditions compatibles avec la trajectoire d'expansion monétaire souhaitée. La capacité qu'a la Banque d'agir sur les conditions

monétaires est liée principalement à l'influence qu'elle a sur les taux du financement à un jour. Cette influence s'exerce surtout par les décisions qu'elle prend quotidiennement au sujet de l'importance des soldes de règlement dont disposeront les institutions financières qui participent directement à la compensation des chèques et autres effets de paiement. Comme l'indique la section du présent rapport qui traite de la conduite au jour le jour de la politique monétaire, les mesures visant à ajuster le volume des soldes de règlement sont complétées de temps à autre par des opérations de financement spéciales (prises en pension spéciales et cessions en pension) entre la Banque et des participants désignés du marché monétaire et par des ventes ou des achats ordinaires de bons du Trésor du gouvernement canadien².

En 1991, les achats de bons du Trésor nouvellement émis que la Banque a effectués ont totalisé 32,9 milliards de dollars, deduction faite du montant des émissions échues. Ces achats ont surtout servi à des opérations d'open market, mais la Banque a aussi vendu pour plus de 6,3 milliards de dollars de ces titres à des clients (banques centrales, comptes du gouvernement canadien et organismes internationaux). Compte tenu du montant net des ventes effectuées sur le marché pour des raisons liées à la conduite de la politique monétaire, le portefeuille de bons du Trésor de la Banque s'est accru de près de 2,6 milliards de dollars au cours de l'année. Principalement, ces achats d'actifs financiers ont été réalisés en contrepartie de l'augmentation du passif de la Banque sous forme de billets de banque et de dépôts des institutions financières.

La gestion de la trésorerie du gouvernement fédéral

La Banque collabore activement avec le ministère des Finances à la gestion de la trésorerie du gouvernement dans le but de réduire les coûts occasionnés par les besoins de liquidités de ce dernier et le service de sa dette. En 1991, les montants mis aux enchères lors des

² Pour obtenir des précisions sur la principale technique qu'utilise la Banque pour mettre en œuvre la politique monétaire, voir l'article intitulé « La gestion des encaisses : principale technique employée par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, janvier 1991.

Les activités de la Banque du Canada découlent des quatre grandes fonctions que lui confère la *Loi sur la Banque du Canada*, à savoir la formulation de la politique monétaire, l'exécution de diverses opérations bancaires, l'émission des billets de banque et la gestion de la dette du gouvernement canadien.

La formulation de la politique monétaire

La responsabilité de la Banque du Canada en matière de politique monétaire est de contribuer à la bonne tenue générale de l'économie canadienne. Comme l'explique la première section du présent rapport, cela revient à dire que la Banque doit veiller au maintien d'un rythme d'expansion monétaire qui garantisse que la valeur de la monnaie ne sera pas minée par une inflation persistante. C'est en vue d'atteindre cet objectif que la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont annoncé conjointement, en février 1991, des cibles de réduction de l'inflation. Les cibles arrêtées pour la croissance, d'une année à l'autre, de l'indice des prix à la consommation sont les suivantes :

- 3 % à la fin de 1992;
- 2½ % au milieu de 1994;
- 2 % à la fin de 1995.

Après 1995, l'objectif serait de continuer de faire baisser le taux d'inflation jusqu'à ce que la stabilité des prix soit atteinte. Bien que beaucoup de recherches aient déjà été effectuées pour déterminer ce qu'est, dans la pratique, la stabilité du niveau général des prix, on s'est abstenu d'en donner une définition plus précise au cas où de nouveaux résultats

d'analyses sur le sujet seraient obtenus dans les années à venir¹.

La formulation de la politique monétaire implique le choix d'une trajectoire d'expansion monétaire qui soit compatible avec la réalisation des objectifs que représentent concrètement les cibles de réduction de l'inflation. La Banque détermine cette trajectoire et les conditions monétaires nécessaires à sa mise en place à partir d'une évaluation de la conjoncture économique et financière au Canada et à l'étranger. Aux fins de cette évaluation, des employés de la Banque rencontrent les représentants de diverses branches d'activité commerciale et industrielle et de différentes entreprises, entretiennent des rapports avec les participants du marché financier et un grand nombre d'autres interlocuteurs et procèdent à l'analyse de diverses statistiques économiques et financières.

Afin de rester au fait de l'évolution de la situation mondiale et de maintenir son engagement dans les grands dossiers financiers, la Banque prend part à des rencontres internationales, notamment à celles regroupant les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du groupe des Sept, ainsi qu'aux réunions de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques, de la Banque des Réglements Internationaux et du Fonds monétaire international (FMI).

¹ Pour une analyse plus poussée des cibles de réduction de l'inflation, voir le « Document d'information sur les cibles » reproduit dans le numéro de mars 1991 de la *Revue de la Banque du Canada* ainsi que l'article intitulé « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », paru dans celui de septembre 1991.

d'exemption ministérielle, détenus par un grand nombre d'investisseurs. Tout changement important de propriété devra être approuvé par le ministre des Finances.

Certaines mesures ont été prises en vue d'améliorer les normes de surveillance prudentielle. Premièrement, les opérations entre les institutions financières sous réglementation fédérale et des apparentées seront interdites, sauf dans certains cas. Deuxièmement, le Bureau du surintendant des institutions financières sera habilité à obtenir des renseignements au sujet des sociétés situées en amont ou en aval des institutions financières sous réglementation fédérale. Enfin, le rôle des conseils d'administration des institutions financières sera renforcé.

L'élimination de l'obligation légale imposée aux banques à charte de maintenir des réserves revêt une importance particulière pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Les

exigences en matière de réserves secondaires seront levées dès l'entrée en vigueur de la nouvelle législation, tandis que l'obligation de maintenir des réserves primaires sera supprimée graduellement sur une période de deux ans. Par suite du dépôt du projet de loi prévoyant l'élimination graduelle des réserves obligatoires et de la baisse des montants détenus à titre de réserves au cours des dernières années, la Banque du Canada a modifié, le 18 novembre 1991, le cadre de conduite au jour le jour de la politique monétaire². Le nouveau système permettra à la Banque d'exercer sur les taux d'intérêt à très court terme une influence comparable à celle qu'elle a actuellement.

² Ces modifications sont décrites dans *La mise en œuvre de la politique monétaire dans un système libre de réserves obligatoires*, troisième document préliminaire, révisé en septembre 1991.

En millions de dollars, sauf indication contraire

Adhérents parabancaires de l'Association canadienne des paiements	des banques à charte	Réserves-encaisse	Montant	cumulé des excédents	pour la période	Nombre de jours	moyen ²	Encours des avances des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours	moyen ³	Encours des avances aux adhérents parabancaires	Solides de règlement calculés et cumulatifs des adhérents
---	----------------------	-------------------	---------	-------------------------	--------------------	--------------------	--------------------	---	--------------------	--------------------	---	---

Tableau 1
Opérations de la Banque du Canada

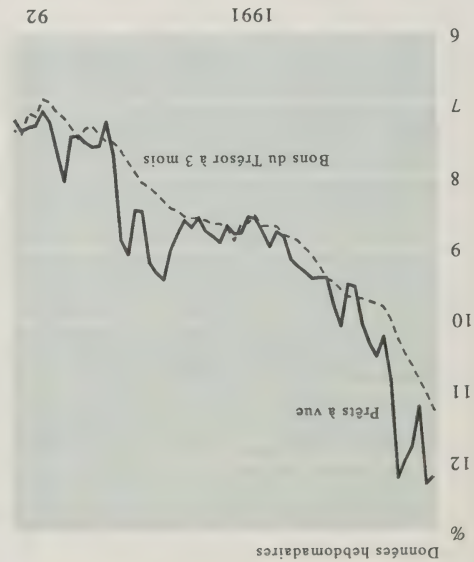
En millions de dollars, sauf indication contraire

Encours des cessions en pension	Nombre Encours	de jours moyen ²	Encours des prises en pension spéciales	Nombre Encours	de jours moyen ²	Encours des prises en pension ¹	Nombre Encours	de jours moyen ²	Ventes et achats de bons du Trésor ²	Ventes Achats

1991	Janvier	1-15	0	0,0	0	0,0	9	363,4	4 315,0	98,0
		16-31	0	0,0	1	37,9	10	303,6		
	Février	1-15	0	0,0	4	180,9	11	350,0	1 735,0	470,0
		16-28	0	0,0	3	137,8	8	362,6		
	Mars	1-15	0	0,0	6	270,5	10	336,4	1 932,7	687,7
		16-31	0	0,0	1	20,6	6	136,6		
	Avril	1-15	1	4,5	1	40,5	5	128,2	3 419,0	339,0
		16-30	0	0,0	2	69,5	5	78,3		
	Mai	1-15	1	34,1	0	0,0	9	174,6	2 907,0	—
		16-31	0	0,0	0	0,0	7	103,8		
	Juin	1-15	0	0,0	1	32,0	6	105,4	1 653,1	433,1
		16-30	0	0,0	0	0,0	4	103,2		
	Juillet	1-15	0	0,0	1	102,5	3	46,2	2 287,6	1 732,6
		16-31	3	67,9	1	26,7	3	27,1		
	Août	1-15	0	0,0	0	0,0	6	130,7	2 095,0	100,0
		16-31	0	0,0	0	0,0	5	117,9		
	Septembre	1-15	0	0,0	2	106,1	4	63,2	3 504,0	360,0
		16-30	0	0,0	1	37,3	10	319,2		
	Octobre	1-15	0	0,0	5	220,5	9	290,7	2 460,0	130,0
		16-31	0	0,0	2	105,0	11	303,1		
	Novembre	1-15	0	0,0	3	297,5	8	259,9	1 285,0	123,0
		16-30	0	0,0	1	43,5	1	21,5		
	Décembre	1-15	0	0,0	0	0,0	8	222,8	2 522,6	962,6
		16-31	1	77,5	3	164,0	2	9,4		
1992	Janvier	1-15	1	25,0	2	59,5	9	240,0	2 363,0	321,0
		16-31	0	0,0	1	33,8	5	81,5		
	Février	1-15	0	0,0	1	42,0	4	37,7		

1. Les primes en pension ordinaires représentent une source de financement mise à la disposition des courtiers en valeurs mobilières qui sont des agents agréés du marché monétaire; entreprises à l'initiative de ceux-ci, elles sont rémunérées au taux d'escompte et leur montant ne peut dépasser une limite préétablie.
2. Ne comprend pas les achats faits aux adjudications ni les ventes aux clients. Comprend les échanges de bons du Trésor effectués avec les participants du marché monétaire aux fins de gestion de portefeuille.
3. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables

Taux des prêts à vue et des bons du Trésor à 3 mois



La législation concernant les institutions financières

montant moyen des réserves excédentaires des banques à charte pour chaque période de calcul des réserves en 1991, ainsi que la moyenne mensuelle des soldes de règlement de l'ensemble des autres adhérents. Il indique aussi les soldes de règlement cumulatifs des adhérents, à compter du 18 novembre, pour chacune des nouvelles périodes de calcul des moyennes. En outre, le Tableau donne l'encours moyen des avances octroyées par catégorie d'institution. Dans le cas des banques, les chiffres comprennent la portion non remboursée, au 31 décembre 1991, des avances spéciales consenties en 1985 à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque, soit en tout 29,5 millions de dollars.

La nouvelle législation fédérale concernant les institutions financières, qui comprend quatre projets de loi touchant les banques, les sociétés de fiducie ou de prêt, les compagnies d'assurance et les institutions coopératives de crédit, a obtenu la sanction royale en décembre 1991 et devrait entrer en vigueur au printemps de 1992. Elle habilite les institutions financières soumises à la réglementation fédérale à offrir la plupart des services financiers directement, ou indirectement par des filiales ou comme mandataire d'un groupe financier. Certaines restrictions s'appliqueront toutefois, par exemple l'interdiction pour les institutions de dépôt de vendre des assurances dans leurs succursales. Les changements introduits accroîtront la concurrence, ce qui permettra aux ménages et aux entreprises d'avoir accès à un plus large éventail d'institutions et de se procurer plus facilement des services et des produits financiers. Il est prévu que la nouvelle législation sera réexaminée dans cinq ans.

La législation maintient les exigences relatives à la propriété à participation multiple pour les banques de l'annexe A et impose comme nouvelle exigence qu'au moins 35 % des actions avec droit de vote des autres institutions financières dont les capitaux propres dépassent 750 millions de dollars soient, à moins

Trésor s'est affaiblie, la Banque a conclu des prises en pension spéciales, à un taux fixé par elle, avec certains courtiers en valeurs mobilières et banques à charte désignés agents agréés du marché monétaire, afin de faire baisser le coût du financement. Les prises en pension spéciales sont des opérations par lesquelles la Banque achète des titres à court terme (généralement des bons du Trésor) du gouvernement canadien auprès des agents agréés du marché monétaire et les leur revend le jour ouvrable suivant. La Banque a aussi effectué à l'occasion des achats ordinaires de bons du Trésor sur le marché. Le Tableau 1 fournit le détail de ces diverses transactions.

Le cadre établissant les relations entre la Banque du Canada et les adhérents de l'Association canadienne des paiements a été modifié le 18 novembre 1991 afin de tenir compte des changements qu'amènera sous peu la nouvelle législation relative aux institutions financières (voir ci-après). Avec la mise en place du nouveau système, on peut s'attendre notamment à une augmentation du nombre des avances que les adhérents obtiendront auprès de la Banque du Canada. Le Tableau 1 montre le

entreprises de 4¾ points de pourcentage au cours de l'année, le ramenant ainsi à 8 %. Les taux des prêts hypothécaires ont eux aussi fortement diminué : les taux à 1 an ont baissé de 4 points de pourcentage pour se situer à 8½ %, et ceux à 5 ans, de 2½ points pour s'établir juste sous la barre des 10 % à la fin de 1991. Les taux d'intérêt administrés ont continué de se replier en janvier 1992. Le taux de base des prêts bancaires est descendu à 7½ %, et le taux des prêts hypothécaires à 5 ans, à 9¾ %. Il s'agit là des taux les plus bas depuis près de 20 ans.

Taux de rendement des obligations à long terme des gouvernements canadien et américain

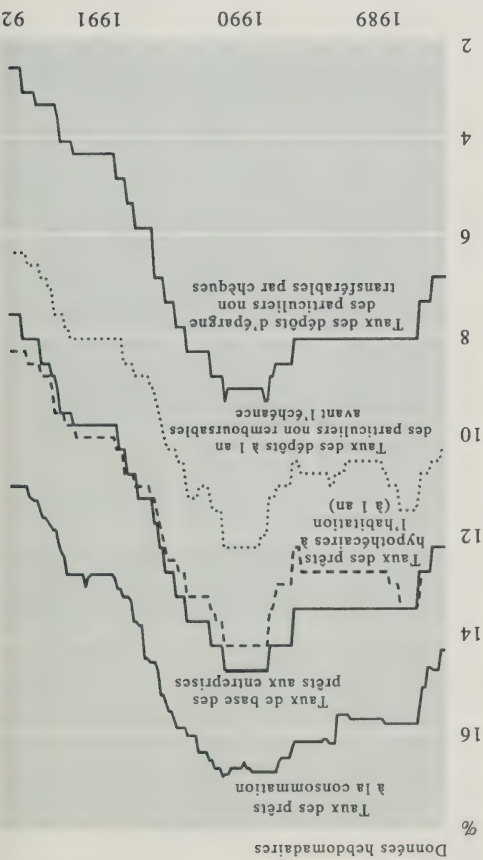


Pendant la majeure partie de 1991, les attentes de baisses des taux d'intérêt à court terme ont été tellement fortes sur le marché que la Banque est intervenue afin de prévenir un recul trop rapide de ces taux. Pour ce faire, elle s'est surtout employée à maintenir en deçà du niveau désiré par les adhérents de l'Association canadienne des paiements le volume global des soldes de règlement que ceux-ci tiennent chez elle. Son intervention a engendré des pressions à la hausse sur le coût du financement à un jour des stocks de titres du marché monétaire que

La conduite au jour le jour de la politique monétaire

maintiennent les courtiers en valeurs mobilières; aussi, le taux des prêts a-t-il généralement dépassé celui des bons du Trésor à 3 mois. La Banque a également effectué à quelques occasions des opérations d'open market dans le but de contenir des mouvements à la baisse trop rapides des taux d'intérêt à court terme. Elle a fréquemment vendu des bons du Trésor sur le marché et a parfois procédé à des cessions en pension en vue de resserrer le marché du financement à un jour. Dans le cadre de telles opérations de pension, la Banque offre aux banques à charte de leur vendre des titres du gouvernement canadien à un taux arrêté par elle, en s'engageant à les racheter le jour ouvrable suivant. Chaque fois que les taux du financement à un jour ont été supérieurs à ceux qui étaient visés et que l'activité sur le marché des bons du

Quelques taux d'intérêt des banques



4¼ % malgré l'amenuisement des écarts des taux d'intérêt entre le Canada et les grands pays industriels. Il a été soutenu par la forte demande d'avoirs libellés en dollars canadiens, laquelle reflétait la confiance des investisseurs dans l'engagement pris par les autorités monétaires de réaliser la stabilité des prix à moyen terme. Durant les deux derniers mois de 1991, le dollar canadien a donné quelques signes de faiblesse, en partie par suite d'un ralentissement des entrées de capitaux, lié dans une large mesure à un nouveau rétrécissement des écarts entre les taux d'intérêt en vigueur au Canada et dans les grands pays européens. À la fin de 1991, le dollar s'échangeait à peu près au même taux qu'au début de l'année. Il a amorcé un nouveau repli à la mi-janvier 1992, qui l'a amené entre 84 et 85 cents E.-U. durant tout le mois de février.

Taux de change du dollar canadien



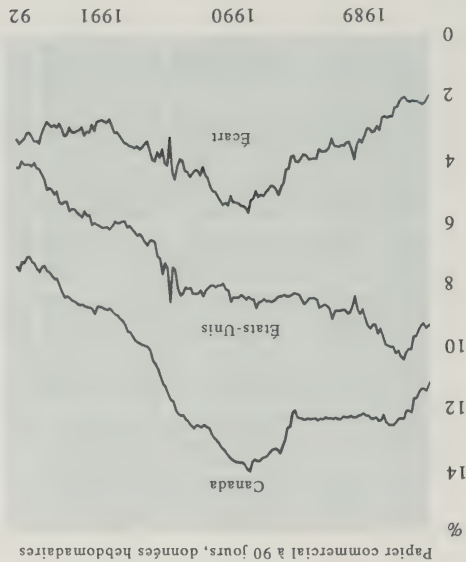
L'atténuation des attentes inflationnistes s'est accompagnée d'un recul marqué des taux de rendement des obligations à long terme. Les réductions des taux administrés ont généralement suivi celles des taux du marché pour des échéances comparables, et les banques à charte ont abaissé le taux de base de leurs prêts aux

L'examen des variations des écarts entre les taux d'intérêt confirme que, dans l'ensemble, la manière dont les banques canadiennes ont pris leurs décisions en matière de prêt est conforme aux pratiques observées dans le passé. Les écarts entre le taux de base des prêts bancaires et les taux à court terme pratiqués sur le marché se sont en fait rétrécis de façon notable au cours des 18 derniers mois pour s'établir à environ 70 points de base à la fin de l'année, chiffre qui est bien inférieur aux 120 points enregistrés en moyenne ces dernières années. Aux États-Unis, en revanche, ces écarts se sont considérablement creusés.

Les conditions monétaires

Les conditions monétaires se sont assouplies de façon marquée en 1991 et au début de 1992. Les taux d'intérêt à court terme ont fortement baissé, ceux du papier à 90 jours étant passés d'environ 11½ % au début de 1991 à 7½ % à la fin de l'année. Même si ces taux ont fluctué au cours des deux premiers mois de 1992, ils ont, dans l'ensemble, encore diminué.

Taux d'intérêt à court terme au Canada et aux États-Unis



Au cours des dix premiers mois de 1991, le cours du dollar canadien pondéré en fonction des échanges commerciaux s'est apprécié de

l'endettement, à l'incertitude accrue à l'égard de la croissance future des revenus ainsi qu'aux attentes d'une modération des hausses du prix des maisons dans un contexte moins inflationniste. Même si le ratio de l'endettement des ménages au revenu disponible a encore augmenté en 1991, celui du service de leur dette a diminué sous l'effet du repli accusé par les taux d'intérêt tout au long de l'année. Compte tenu de la diminution de ce ratio, le revenu discrétionnaire des ménages devrait augmenter en 1992.

L'ensemble des crédits aux entreprises s'est accru de 2 % en 1991, en baisse par rapport aux 6 % atteints en 1990. L'expansion moins rapide de la demande de crédit reflète la réduction des dépenses d'investissement et la diminution des avoirs liquides, imputables à leur tour à la faiblesse des profits et de la croissance de la production. La composition du crédit s'est aussi modifiée considérablement à mesure que les entreprises s'efforçaient d'assainir leur bilan par un recours accru au financement par émission d'actions et d'obligations à long terme. Dans l'ensemble, le crédit à court terme consenti aux entreprises s'est contracté de 2 %, et la part du crédit octroyée par les banques, de 3 %.

Ratio d'endettement des entreprises

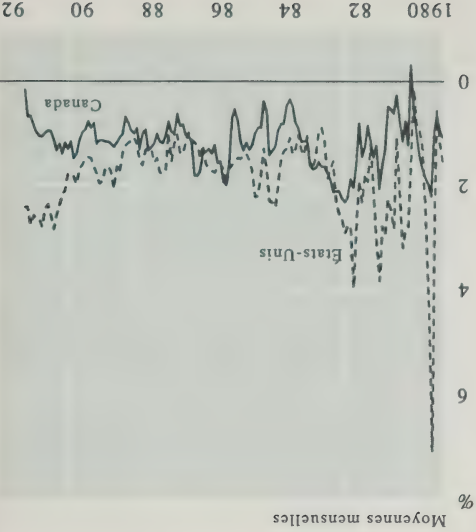


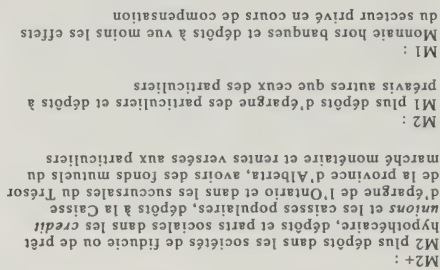
26

On a beaucoup parlé d'« étrangement du crédit » aux États-Unis en 1991. Cette expression a été utilisée pour désigner une faible croissance du crédit bancaire, particulièrement du crédit octroyé aux entreprises, attribuable à une réticence inhabituelle des banques à accorder des prêts. La baisse du crédit bancaire qui s'est produite au Canada ne paraît cependant pas liée à une modification sensible du comportement général des banques en matière de prêt. Le facteur déterminant a plutôt été la faiblesse de la demande totale de crédit émanant des entreprises, conjuguée au recours accru de ces dernières aux émissions d'actions et d'obligations à long terme.

Il semble néanmoins que les institutions financières se sont montrées circonspectes, comme il se doit, dans l'octroi de crédits à certains secteurs, étant donné la conjoncture économique et les pertes sur prêts qu'elles avaient essuyées peu de temps auparavant. Les intermédiaires financiers hésitaient tout particulièrement à consentir des prêts pour l'acquisition d'immuebles à vocation commerciale, étant donné la hausse des taux d'occupation et la baisse des loyers et de la valeur des biens immobiliers.

Écart entre le taux de base des prêts bancaires et le taux du papier commercial à 90 jours





1987	88	89	90	91
Ensemble des crédits aux entreprises :				
Crédits à court terme plus crédits à long terme				
aux entreprises :				
Crédits à court terme aux entreprises :				
Prêts et baux financiers accordés aux entreprises non				
financières plus acceptations bancaires et papier				
commercial émis par elles. On a corrigé les prêts				
libellés en devises étrangères pour en refléter				
l'effet des fluctuations du taux de change.				
Crédits à long terme aux entreprises :				
Obligations et actions émises par les entreprises				
non financières				
Ensemble des crédits aux ménages :				
Crédit à la consommation et crédit hypothécaire				
à l'habitation				
Crédits au secteur public :				
Municipalités, administrations fédérale, provinciales et				
municipales, plus obligations et bons émis par elles				
et obligations garanties émises par les entreprises				
provinciales et municipales				

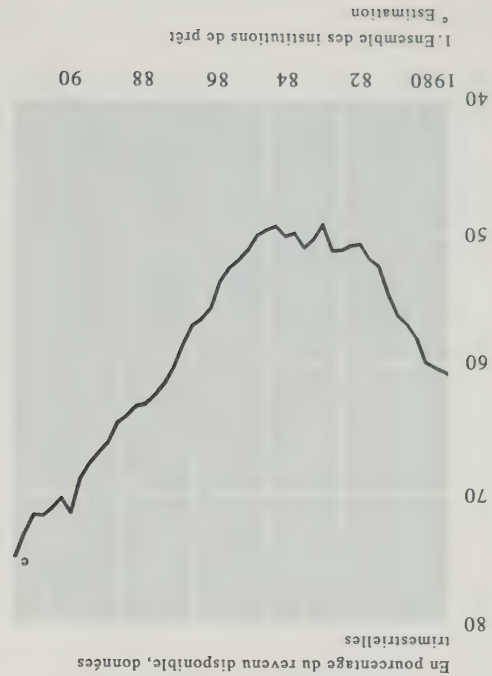
L'évolution monétaire et financière au pays

Les agrégats monétaires et l'évolution des marchés du crédit

La croissance des agrégats monétaires au sens large, qui avait été rapide durant la dernière partie des années 80, s'est nettement ralentie en 1990 et encore davantage en 1991. Cette décélération reflète le relâchement des pressions inflationnistes et l'essoufflement de l'activité économique. Les agrégats M2 et M2+ ont progressé respectivement de 6 % et de 8 % en 1991, soit dans les deux cas à un rythme inférieur de 2 points de pourcentage à celui qui avait été observé en 1990.

L'agrégat monétaire au sens étroit M1, quant à lui, a augmenté de 4 % en 1991 après

Crédits aux ménages¹



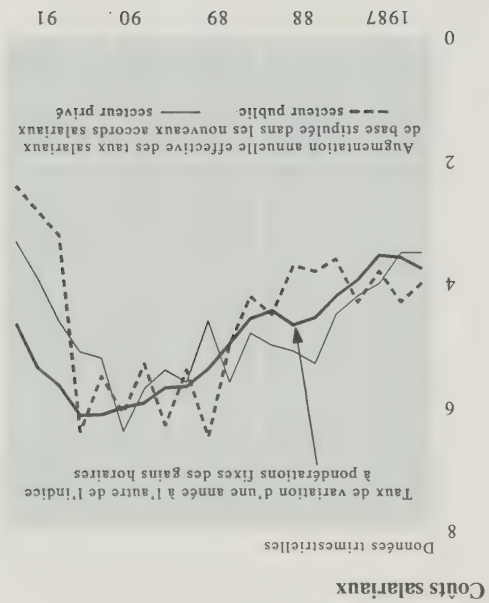
Estimation du service de la dette des ménages



avoir accusé une baisse en 1990. Ce retour-
nement est principalement attribuable à la forte
diminution des taux d'intérêt, même si la crois-
sance enregistrée en 1991 a été moindre que ce
que laissaient prévoir les relations statistiques
observées dans le passé¹.
Malgré le repli des taux d'intérêt, la
progression de l'ensemble des crédits accordés
aux ménages s'est ralentie en 1991 pour s'établir
à 6 %. Cette évolution tient au niveau élevé de

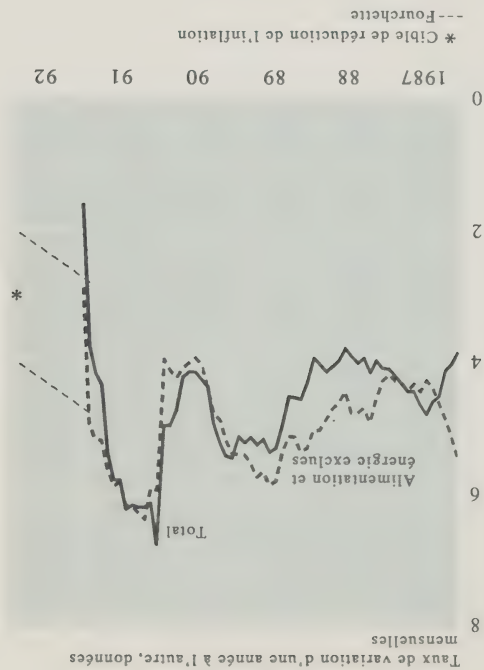
¹ Voir « L'évolution récente des agrégats monétaires au Canada », dans le numéro de janvier 1992 de la *Revue de la Banque du Canada*.

nouveaux accords salariaux s'établissaient à moins de 3 1/2 % dans le secteur privé. L'adoption de programmes de rigueur en matière salariale par le gouvernement du Canada et la plupart des provinces a permis d'accélérer l'ajustement des salaires dans le secteur public, ce qui a constitué un élément important de la décélération de la hausse des coûts au pays.



Les augmentations conclues dans les nouvelles conventions collectives ont diminué plus rapidement que la croissance des gains moyens, mais elles ont, elles aussi, tardé à refléter la modification de la conjoncture sur le marché du travail et la décélération de l'inflation, particulièrement dans le secteur privé. À la fin de l'année, toutefois, les augmentations de salaires stipulées dans les

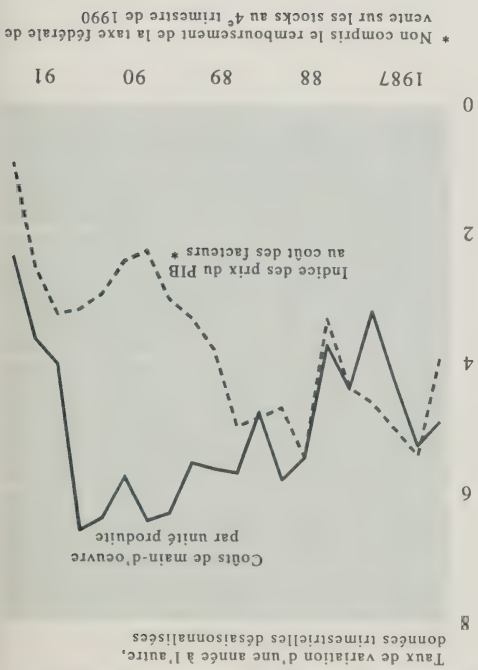
Indice des prix à la consommation



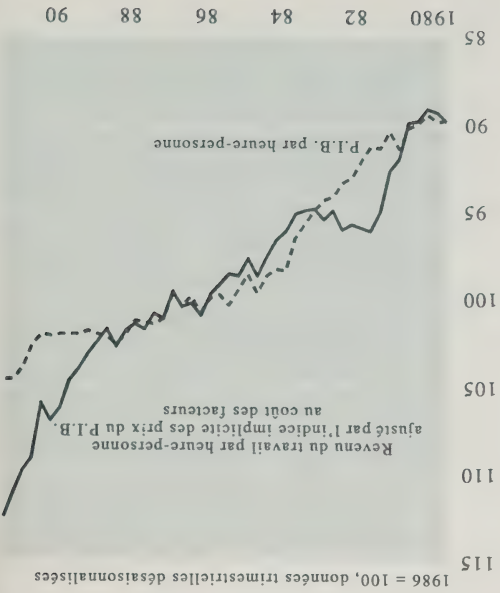
des impôts indirects, la croissance de cet indice a fléchi graduellement pour atteindre 5 % en décembre, puis pour chuter à 2,9 % en janvier 1992.

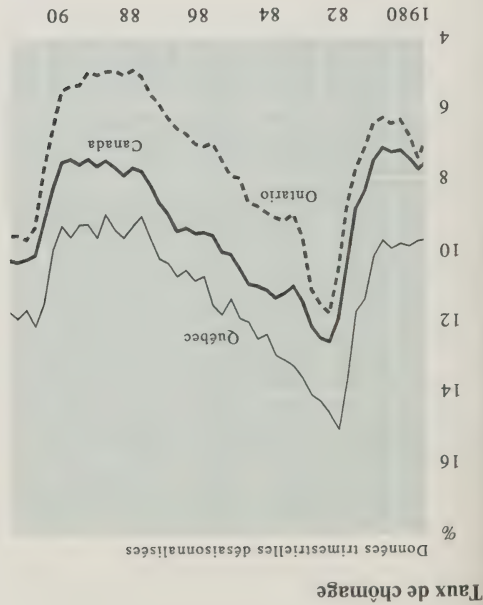
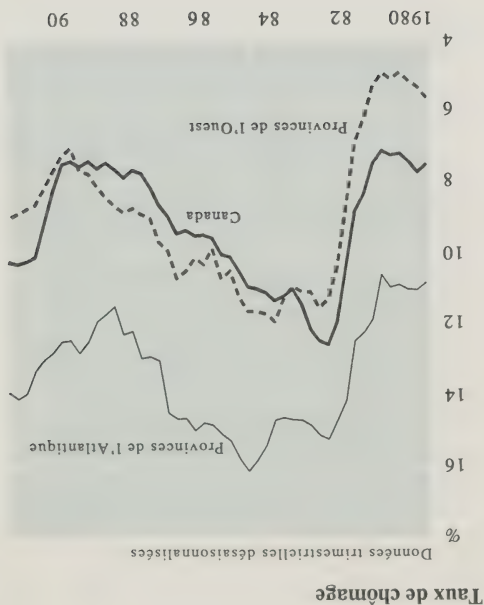
La tendance à la hausse des coûts de production a commencé à s'infléchir en 1991, mais la progression des salaires a été lente à s'adapter à la modération de la demande. Alors que le taux de croissance de l'indice implicite des prix du PIB au coût des facteurs – l'indicateur le plus global du prix reçu par les producteurs canadiens – se maintenait autour de 2,5 % pour une deuxième année consécutive, la croissance des gains horaires moyens est demeurée au-dessus de 5 % pendant presque toute l'année. L'augmentation de la productivité a contribué à la décélération de la croissance des coûts unitaires de la main-d'œuvre, mais elle n'a pu combler l'écart entre la croissance des salaires et celle des prix à la production. L'évolution divergente de la productivité et des salaires réels qui en a résulté s'est traduite par une nouvelle compression des marges bénéficiaires.

Coûts de main-d'œuvre par unité produite et indice des prix du PIB au coût des facteurs



Salaires réels et productivité du travail





L'évolution des prix et des coûts

Le ralentissement de la dépense globale s'est traduit par une réduction notable du taux d'inflation sous-jacent, en dépit du fait que l'entrée en vigueur de la TPS et l'augmentation d'autres impôts indirects ont entraîné un accroissement de quelque 2,4 points de pourcentage de l'indice des prix à la consommation pendant l'année.

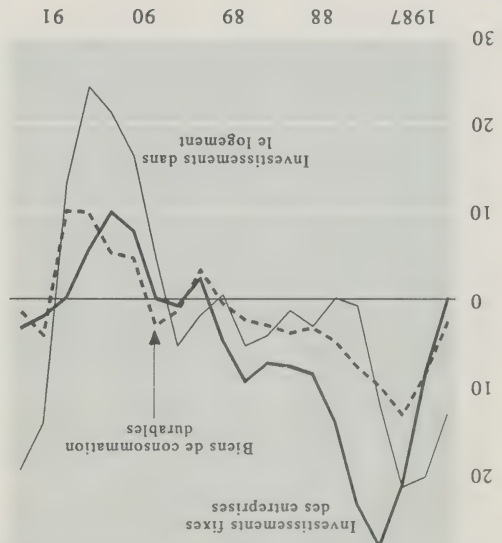
Après être monté à 6,8 % au moment de l'entrée en vigueur de la TPS, le taux de croissance sur douze mois de l'IPC est tombé à 3,8 % en décembre. Cette diminution reflète en partie le renversement de la hausse temporaire qu'avaient accusée les cours pétroliers au moment de la crise du golfe Persique. Le taux de croissance de l'IPC est passé à 1,6 % en janvier 1992, lorsque les effets directs de la TPS ont disparu de la variation annuelle de l'indice. La baisse du taux de croissance de l'IPC, aliments et énergie exclus, a aussi été significative, mais moins spectaculaire. Après une forte augmentation attribuable principalement à la hausse

La Colombie-Britannique a également du faire face à une baisse des prix de produits de base clés comme les métaux et les pâtes à papier; néanmoins, l'emploi y a enregistré une hausse de plus de 2 % au cours de l'année, des gains importants ayant été réalisés dans les secteurs du transport et des services d'utilité publique, de la fabrication, de la finance, des assurances et de l'immobilier. La construction a été soutenue par certains projets à vocation commerciale à Vancouver et à Victoria. L'immigration continue en provenance d'autres provinces et de l'étranger a aussi stimulé la demande en Colombie-Britannique, de sorte que les ventes au détail ont nettement moins fléchi que dans le reste du pays.

projets d'investissement dans les industries du gaz naturel, des pâtes et papiers et des produits chimiques ont aidé à soutenir l'activité économique en Alberta. Le taux de l'emploi dans cette province s'est ainsi redressé de 1 % au cours de l'année.

Indicateurs de la demande des ménages et des entreprises, en dollars constants

Taux annuels de variation de deux trimestres par rapport aux deux trimestres précédents, données trimestrielles désaisonnalisées



Comme on le verra dans la prochaine section, la baisse des taux d'intérêt et le ralentissement de l'endettement des ménages ont par ailleurs inversé la tendance à l'accroissement du service de la dette des ménages, ce qui a atténué l'influence restrictive de cet élément sur la progression des dépenses de consommation. L'atonie de l'économie s'est solidée par une nouvelle contraction de l'emploi. À la fin de l'année, le taux de chômage s'élevait à 10,3 %, en hausse de 1 point de pourcentage par rapport à l'année précédente.

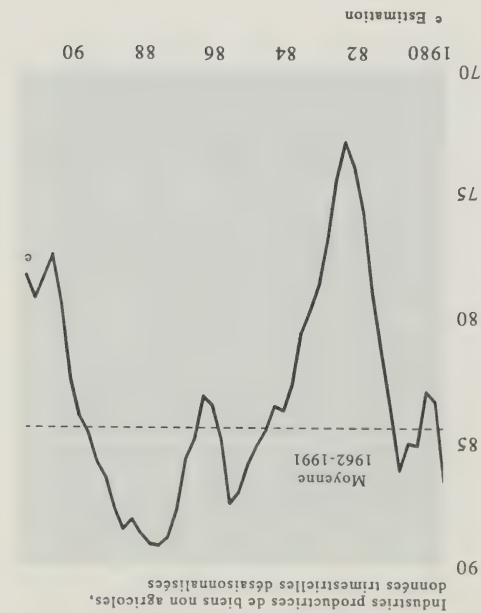
L'activité économique régionale

La faiblesse de l'activité économique a été particulièrement prononcée en Ontario. Cela résulte en partie d'un ajustement par rapport au niveau insoutenable qu'avait atteint la demande dans cette province en 1988 et 1989 et qui avait entraîné une montée en flèche des coûts et une pléthore d'immuebles à vocation commerciale. De même, le recul assez marqué des dépenses consacrées aux produits de l'industrie automobile en Amérique du Nord et de la demande de biens durables en général ont eu une

incidence disproportionnée sur l'Ontario, où la fabrication de ces biens est particulièrement importante. Le ralentissement de l'activité économique, combiné à la pénétration croissante des importations, a rongé les marges bénéficiaires des industries de fabrication et entraîné une baisse considérable de l'emploi en Ontario. Ce dernier élément a amené à son tour une réduction des ventes au détail plus importante dans cette province que dans toute autre région du pays. L'économie du Québec a elle aussi enregistré un repli, en réaction au fléchissement de la demande étrangère et à la chute des prix des produits de la forêt, des métaux de première transformation et des produits chimiques; de plus, l'extension de la taxe de vente provinciale à un plus grand nombre de produits a freiné les dépenses en biens de consommation. Cependant, une augmentation importante des investissements dans le secteur de l'énergie électrique et l'effet stimulateur qu'a eu sur la construction de logements un programme du gouvernement de la province ont apporté un certain soutien à l'activité économique.

Les difficultés considérables qu'ont connues les industries d'exploitation des ressources naturelles ont affaibli l'économie des provinces de l'Atlantique : les prix de produits de base clés tels que les métaux, les produits de la forêt et la pomme de terre ont baissé. La diminution des prises de poisson a largement neutralisé la hausse du prix de la morue. Par contre, la construction non résidentielle a progressé sous l'impulsion d'importants projets dans le secteur de l'énergie électrique et les travaux de préparation des sites devant accueillir le projet Hibernia. Dans les provinces des Prairies, la baisse du prix moyen que la Commission canadienne du blé a offert aux fermiers pour leurs grains a contribué à faire descendre les revenus agricoles à des niveaux encore plus bas, en dépit d'une récolte exceptionnelle. En outre, le fléchissement des prix du pétrole brut, du gaz naturel et des produits pétrochimiques a entraîné des mises à pied dans l'industrie pétrolière. Si l'émigration a été une cause supplémentaire du tassement de la demande de logements et de biens de consommation au Manitoba et en Saskatchewan, l'immigration, l'exportation de plus grandes quantités d'énergie et la poursuite de grands

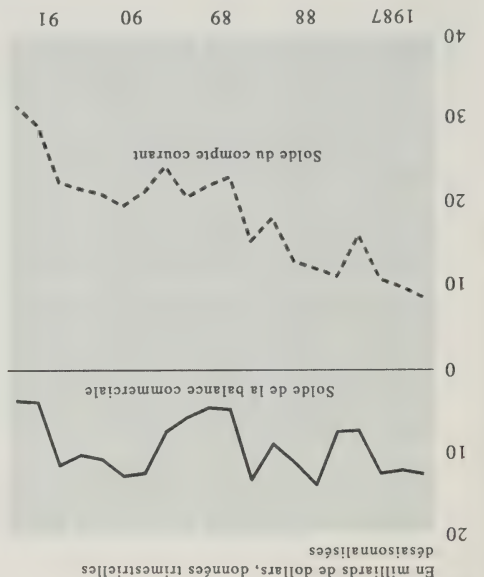
Taux d'utilisation des capacités



culièrement marquée dans la construction d'immuebles commerciaux, où l'expansion rapide des dernières années a produit un important surplus qui n'est pas encore résorbé. Néanmoins, la baisse des taux d'intérêt a créé un climat favorable à une reprise des investissements en réduisant le coût du capital et en allégeant le service de la dette des entreprises. Les efforts déployés par la plupart des administrations en vue de contenir leurs déficits budgétaires ont contribué à restreindre l'expansion de la demande globale, notamment par le biais de mesures fiscales qui ont touché le revenu disponible réel des ménages. Tenant compte du niveau élevé de leur endettement et de la situation moins favorable de l'emploi, les ménages ont réagi à la réduction de leur revenu disponible réel en diminuant leurs dépenses de consommation. Combiné à l'intensification du magasinage outre-frontière, cela a donné lieu à une baisse particulièrement prononcée des ventes au détail. Le recul des taux d'intérêt, conjugué à la baisse des prix des maisons et aux programmes gouvernementaux de soutien à l'habitation, a toutefois encouragé une reprise notable de la demande d'habitations.

La faiblesse des cours mondiaux des matières premières. La fermeté du dollar canadien a sans doute accentué la baisse des prix en dollars canadiens de ces exportations, mais elle a aussi contribué à réduire les prix des importations, atténuant la détérioration des termes de l'échange. Toutefois, la baisse des prix à l'importation a également encouragé une poussée des importations au détriment de la demande de produits canadiens. Dans ce contexte, l'excédent de la balance commerciale a fortement diminué, et le déficit annuel de la balance courante s'est accru de presque 5 milliards de dollars.

Balance des paiements



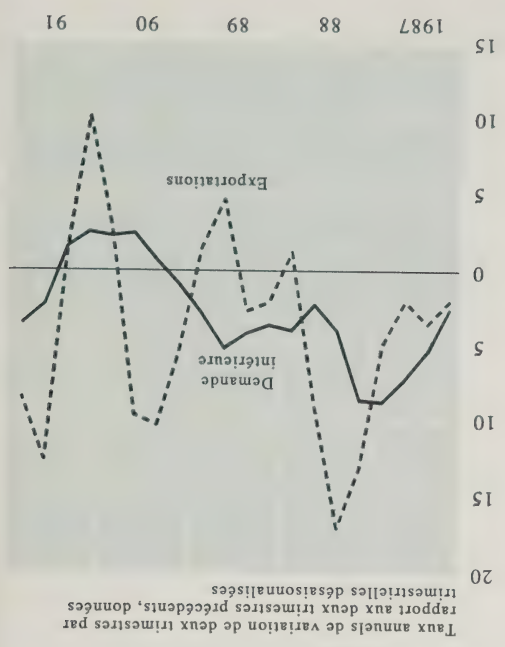
Les dépenses d'investissement se sont fortement accrues dans le secteur énergétique, notamment dans les services publics et la construction de gazoducs. Mais la compression des marges bénéficiaires et le taux généralement élevé des capacités excédentaires ont amené les entreprises œuvrant dans les secteurs autres que l'énergie à réduire encore leurs dépenses d'investissement. Cette réaction a été parti-

L'activité économique et l'inflation au pays

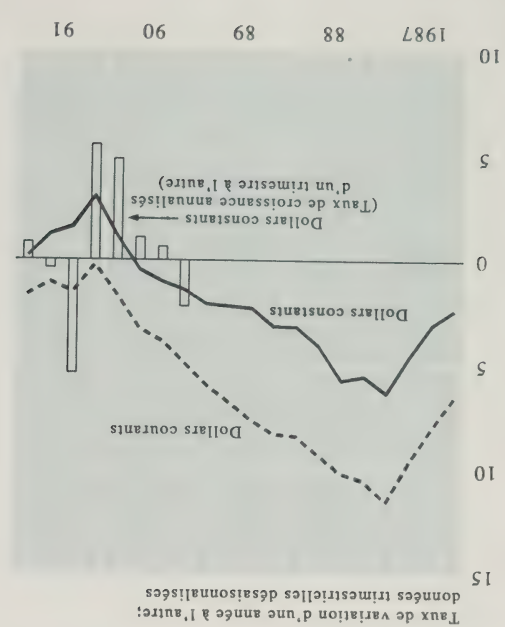
La dépense globale en termes nominaux a continué de progresser lentement en 1991, tant que l'inflation a diminué. La modération de l'inflation et l'assouplissement consécutif des conditions monétaires ont jeté les bases d'une reprise. Néanmoins, les conséquences de comportements inflationnistes antérieurs comme la montée des coûts et de l'endettement ou l'expansion excessive des capacités dans certains secteurs ont continué d'exercer une influence modératrice sur la progression de la demande intérieure, tandis que l'atonie de l'activité aux États-Unis et le ralentissement des économies d'outre-mer modérèrent la demande extérieure. La faiblesse des cours mondiaux des matières premières a également eu pour effet de ralentir la progression du revenu réel et celle de la demande au Canada.

La demande globale
Le repli de l'activité économique s'est poursuivi au premier trimestre de 1991 dans le contexte des perturbations provoquées au début de l'année par l'instabilité des cours pétroliers, la contraction de la demande aux États-Unis et le réaligement des prix relatifs engendré au pays par la réforme de la taxe de vente fédérale. L'économie canadienne s'est vivement relevée au deuxième trimestre, mais la croissance a été pratiquement nulle pendant le reste de l'année. Après avoir affiché une reprise vigoureuse aux deuxième et troisième trimestres de l'année, les exportations canadiennes en volume ont fléchi au dernier trimestre, reflétant principalement le caractère hésitant de la reprise aux États-Unis, notamment la faiblesse du secteur de l'automobile. Comme il en a été fait

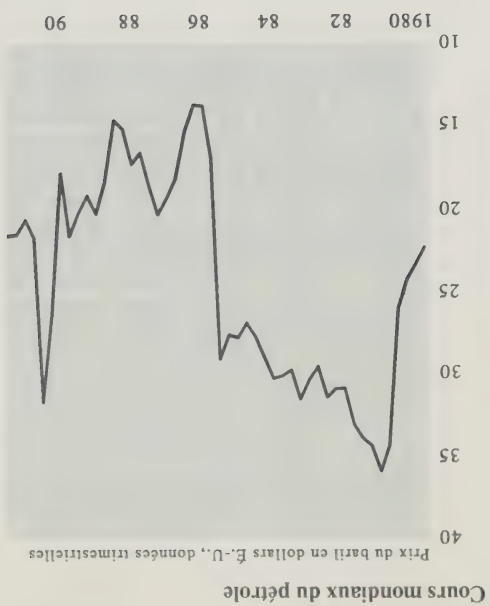
Demande intérieure et exportations, en dollars constants



Produit intérieur brut



d'approvisionnement des marchés pétroliers par le Koweït et l'Iraq et la baisse marquée de la production de l'ancienne URSS ont été en grande partie contrebalancées par l'accroissement de la production de l'Arabie Saoudite et par la contraction de la demande en Amérique du Nord.

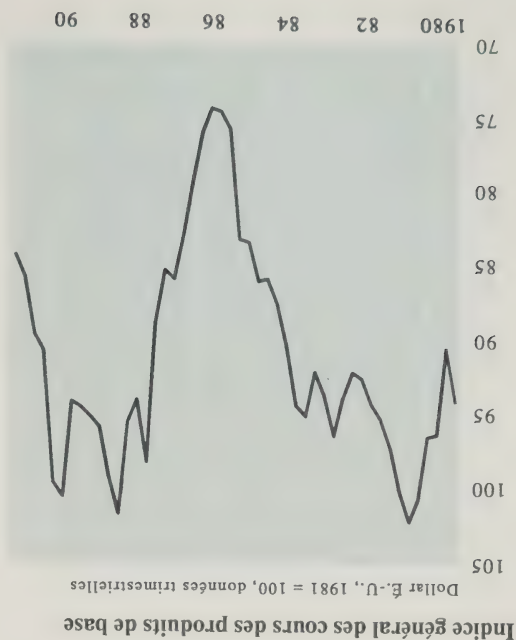


variations des taux de change, ils s'expliquent aussi en partie par des facteurs temporaires, dont l'importante contribution financière versée aux États-Unis par l'Allemagne et le Japon à l'issue de la guerre du Golfe.

Les différends sur certaines pratiques commerciales sont redevenus un important sujet d'inquiétude en 1991. Les désaccords opposant le Japon, l'Europe et les États-Unis ont de plus en plus retenu l'attention ces derniers mois, faisant craindre une recrudescence du protectionnisme et l'apparition d'entraves au commerce international. De plus, ces désaccords ont nui à la bonne marche des négociations de l'*Uruguay Round* tenues sous les auspices de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT). Ces négociations multilatérales revêtent une importance particulière pour le Canada, dont l'économie est fortement tributaire des échanges internationaux de biens manufacturés et de produits de base.

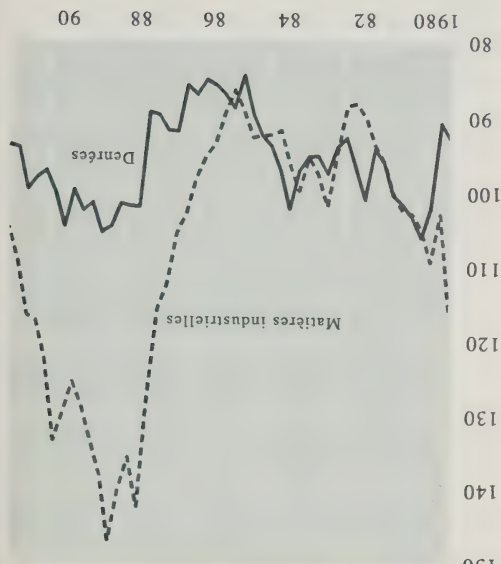
Les cours mondiaux des produits de base

L'atonie de la production industrielle dans les principaux pays et l'augmentation de la capacité de production des pays exportateurs de produits de base ont provoqué de nouvelles



Prix des denrées et des matières industrielles

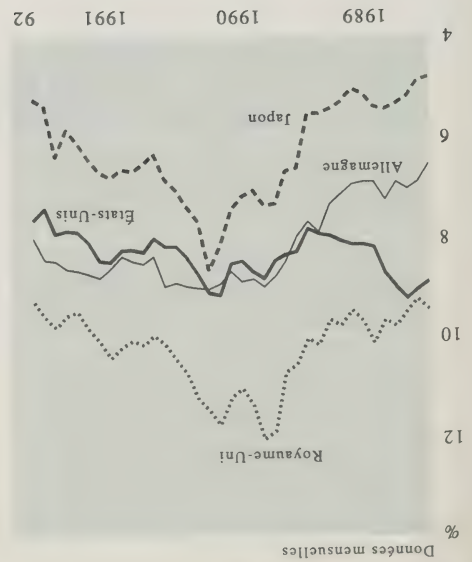
Dollar E.-U., 1981 = 100, données trimestrielles



baisses des cours mondiaux de ces produits en 1991. Le prix moyen, exprimé en dollars E.-U., des matières premières produites au Canada est tombé à son plus bas niveau depuis quatre ans. Les prix des matières industrielles et de nombreuses denrées ont aussi été touchés par un accroissement des stocks et, dans le cas de certains métaux, par une poussée des exportations en provenance de l'ancienne URSS, dont les autorités tentaient, par ce moyen, de reconstruire leurs réserves de devises. Une exception notable à cet égard a été le prix du blé,

qui a augmenté pendant la majeure partie de l'année en raison d'une diminution des stocks mondiaux et d'un essor de la demande d'importations de la part de ce pays. À la suite de la vive ascension puis de la retombée qu'ont connues les prix du brut pendant la crise du Golfe, les cours mondiaux du pétrole sont restés sensiblement les mêmes pendant presque tout le reste de 1991. L'absence

Taux d'intérêt à long terme pratiqués dans quelques grands pays industriels

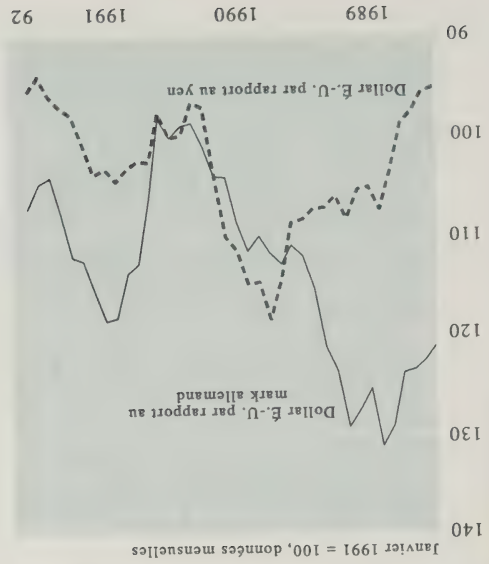


faiblesse de la demande intérieure, du recul des taux d'intérêt américains et de l'incertitude entourant la situation au Moyen-Orient. Puis il s'est redressé jusqu'au milieu de 1991, à la faveur d'un regain temporaire de confiance de la part des consommateurs et des investisseurs à l'issue de la guerre du Golfe, mais est retombé lorsque l'optimisme de l'après-guerre s'est dissipé, que l'activité économique aux États-Unis a donné des signes de ralentissement et que les taux d'intérêt ont de nouveau fortement baissé.

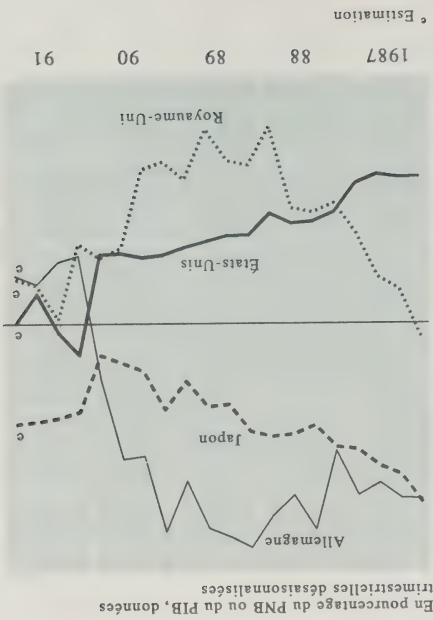
Les échanges et les paiements internationaux

Les déséquilibres des balances extérieures de bon nombre des grands pays industriels ont continué de s'amenuiser en 1991 et sont maintenant nettement inférieurs aux niveaux records enregistrés au milieu et à la fin des années 80. Même si les progrès réalisés à ce chapitre en 1991 sont dans une large mesure attribuables à la conjoncture internationale et aux

Dollar E.-U. par rapport à quelques monnaies

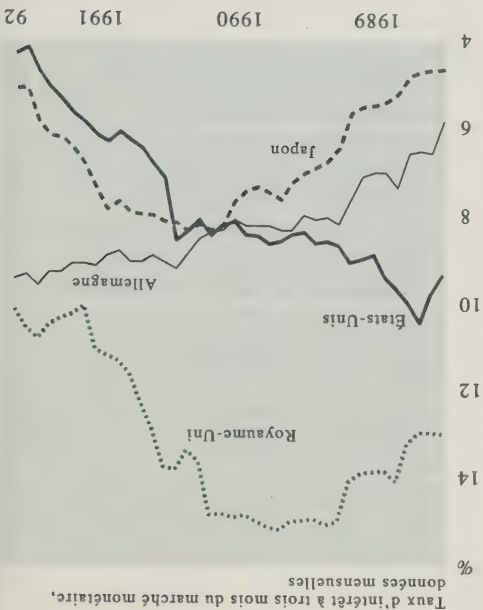


Balance courante



Les taux d'intérêt et les taux de change
En 1991, le relâchement marqué des pressions de la demande et les progrès enregistrés sur le front de l'inflation dans la plupart des pays ont permis un recul des taux d'intérêt à court terme.

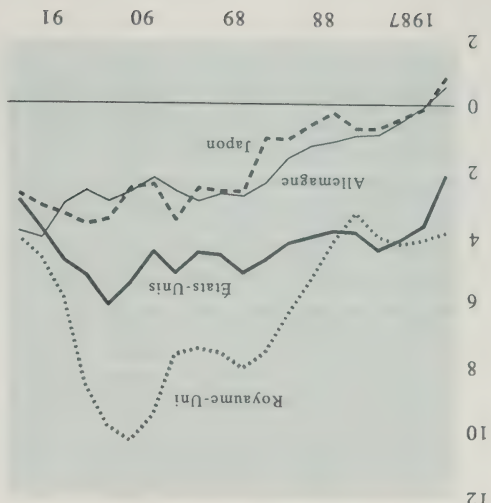
Taux d'intérêt à court terme pratiqués dans quelques grands pays industriels



outre, les institutions financières japonaises dont une grande partie des actifs est soit garantie par des biens immobiliers ou par des actions, soit investie directement dans l'immobilier et à la Bourse, ont entrepris de consolider leur situation financière après avoir pratiqué, pendant bien des années, une expansion rapide du crédit. L'économie allemande avait connu en 1990 un niveau d'activité insoutenable, alimenté en partie par les gros déficits budgétaires liés à la réunification, la partie ouest du pays ayant transféré d'importantes sommes à l'ancienne RDA. Les conditions monétaires ont été resserrées à mesure que les pressions inflationnistes s'intensifiaient, de sorte que le rythme de l'expansion économique s'est ralenti tout au long de 1991. Ce ralentissement tient aussi à l'incertitude économique et politique qui a entouré les événements survenus en Europe de l'Est et dans l'ancienne URSS ainsi qu'aux relèvements d'impôts qui ont été effectués en milieu d'année pour alimenter les transferts financiers à la partie orientale du pays. Les pressions inflationnistes se sont atténuées en 1991 aux Etats-Unis et dans les grands pays d'outre-mer, sauf en Allemagne où, toute l'année, le niveau de la demande est demeuré élevé par rapport à l'offre.

Prix à la consommation

Taux de variation d'une année à l'autre, données trimestrielles



Aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon les taux d'intérêt à court terme ont fortement diminué. Par contre, ces mêmes taux ont été en hausse en Allemagne, où persistaient des pressions du côté de la demande et de l'inflation. Dans tous les pays toutefois, l'orientation anti-inflationniste des politiques des pouvoirs publics a favorisé un repli des taux d'intérêt à long terme. Les mouvements des taux de change au cours de l'année ont reflété les variations des écarts entre les taux d'intérêt ainsi qu'un certain nombre d'autres facteurs d'ordre économique et politique. Le dollar E.-U. s'est fortement déprécié par rapport aux principales monnaies d'outre-mer au second semestre de 1990 et est resté bas au début de 1991, en raison de la

L'activité économique internationale a

été entravée en 1991 par les répercussions des

niveaux excessifs qu'avaient atteints la dépense,

l'inflation et l'endettement au cours de la

seconde moitié des années 80. Dans certains

pays, l'économie a été lente à se relever de la

récession, tandis que dans d'autres elle a marqué

le pas après avoir progressé à des rythmes trop

rapides pour être maintenus. La faiblesse de la

conjoncture a contribué à un fléchissement des

cours mondiaux des produits de base.

L'activité économique et l'inflation

A l'étranger, les pays où les pressions

exercées par la demande et l'inflation ont été les

plus fortes pendant la seconde moitié des années

80, comme les États-Unis et le Royaume-Uni,

ont été parmi les premiers à resserrer les con-

ditions monétaires. Toutefois, il ne leur a pas

été facile d'atténuer les pressions qui s'étaient

accumulées au cours de cette période, et ils ont

du faire face à un fort ralentissement de leur

demande intérieure.

Au lieu de l'« atterrissage en douceur »

espéré, c'est à une véritable récession que les

États-Unis et le Royaume-Uni ont dû faire

face au second semestre de 1990, en partie à

cause d'événements survenus sur la scène inter-

nationale, notamment l'invasion du Koweït

par l'Iraq et la volatilité des cours du pétrole

qui s'en est suivie, et de la perte marquée de

confiance que ces événements ont suscitée chez

les consommateurs et les entreprises.

Au début de 1991, les États-Unis et le

Royaume-Uni étaient toujours en récession. Au

fil des mois, les signes de reprise ont été plutôt

rares au Royaume-Uni, tandis qu'aux États-Unis

la croissance redevenait positive, mais demeurait

très faible. Les contraintes liées au service de la

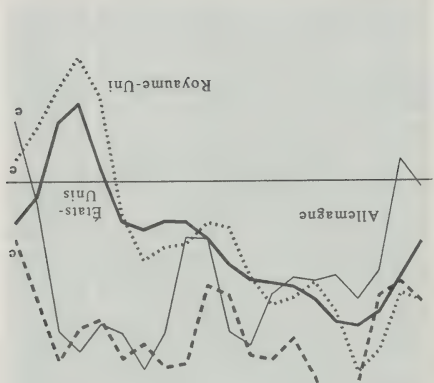
dette de tous les secteurs, conjuguées à d'autres

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées



° Estimation

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres

par rapport aux deux trimestres précédents,

données trimestrielles désaisonnalisées

1987 88 89 90 91

États-Unis

Allemagne

Royaume-Uni

Production dans quelques grands pays industriels

Marchés des changes est notre capacité de

garantir que la valeur interne de notre monnaie ne sera pas sapée par l'inflation. Et, comme je

l'ai déjà souligné, c'est le maintien de cette

valeur qui constitue le fondement de la politique

monétaire au Canada.

Par conséquent, même si le taux de

change joue un grand rôle dans l'économie

canadienne, il ne constitue pas un objectif

fondamental de la politique monétaire. Celle-

ci vise d'abord et avant tout le maintien d'un

rythme d'expansion monétaire non inflation-

niste susceptible de préserver l'intégrité de la

monnaie qu'utilisent les Canadiens.

Cela ne signifie pas que la Banque ne

tient pas compte du taux de change lorsqu'elle

adopte des mesures destinées à agir sur les

conditions monétaires. Au contraire, elle tient

soigneusement compte des fluctuations du dollar

canadien sur les marchés des changes, car celles-

ci ont des répercussions importantes sur la

demande globale et les prix. Par ailleurs, la

Banque est toujours disposée à intervenir pour

maintenir la confiance dans le dollar canadien en

cas de perturbations sur les marchés financiers.

L'atonie de la demande en 1991 illustre

bien à quel point les séquelles de certains évé-

nements peuvent persister pendant plusieurs

années. L'accumulation des déficits et le sur-

endettement qui ont caractérisé les années 80

n'ont pas encore été totalement absorbés par le

système économique et nuisent à sa bonne tenue.

Par ailleurs, les exemples de l'étendue

des torts qu'une érosion de la confiance dans la

monnaie cause à l'économie abondent dans le

monde.

Heureusement, le Canada n'a pas à vivre

pareille expérience. Les efforts déployés pour

assurer la stabilité monétaire nous permettent

maintenant d'avoir l'assise nécessaire à l'ob-

tenion de taux d'intérêt bas, à mesure que

s'amorce la reprise économique. Bien entendu,

il faut que des progrès soient accomplis sur

d'autres fronts également, mais reconnaître ce

fait ne revient pas à minimiser de quelque façon

que ce soit la contribution très réelle que la

confiance dans la monnaie apporte à la bonne

tenue de l'économie canadienne.

mais l'un des résultats importants des mesures qu'elle a prises a été de favoriser une orientation fortement à la baisse des taux à moyen et à long terme. Cela peut sembler bien abstrait; or, il convient de rappeler que les taux hypothécaires sont grandement influencés par l'évolution des taux du marché obligataire.

Même si, dans l'ensemble, les conditions monétaires se sont assouplies considérablement en 1991 par suite de la baisse marquée des taux d'intérêt, la valeur externe du dollar canadien est restée forte durant la majeure partie de l'année, tant par rapport au dollar E.-U. que par rapport à un panier regroupant toutes les grandes monnaies. Toutefois, vers la fin de l'année, le cours du dollar a baissé et a presque retrouvé le niveau auquel il se situait à la fin de l'année précédente. Durant les deux premiers mois de 1992, la baisse s'est accentuée et, comme il fallait s'y attendre, le repli observé sur le marché des changes s'est répercuté sur le marché monétaire canadien.

Le cours du dollar canadien résulte, en définitive, du jeu de plusieurs forces, d'origine à la fois interne et externe. Il convient néanmoins de signaler que la confiance à l'égard de la politique appliquée au Canada a joué un rôle important dans le fait que le dollar canadien se soit apprécié sur les marchés des changes, malgré le fort rétrécissement des écarts entre les taux d'intérêt canadiens et ceux de l'ensemble des grands pays industriels, dont les États-Unis. Cette confiance s'est reflétée dans la forte demande par des non-résidents de titres libellés en dollars canadiens tant sur le marché intérieur que sur le marché de l'euro-dollar canadien. Les emprunteurs non résidents ont d'ailleurs émis une quantité considérable de titres libellés en dollars canadiens, tirant avantage de l'attrait grandissant, à l'échelle internationale, des placements en dollars canadiens sur un marché d'actifs financiers qui s'est mondialisé de façon spectaculaire ces dernières années.

La valeur externe du dollar canadien et la place que doit lui accorder la politique monétaire continuent de susciter beaucoup de commentaires. C'est pourquoi j'aimerais consacrer quelques lignes à la place qu'occupe le taux de change dans la politique monétaire au Canada. L'élément essentiel qui soutiendra au fil des ans le cours du dollar canadien sur les

comptent énormément. Ainsi, l'opinion répandue selon laquelle la Banque du Canada peut décider du niveau des taux d'intérêt à court terme de façon unilatérale et arbitraire, sans se soucier du point de vue et du comportement des épargnants et des emprunteurs, n'est pas du tout fondée.

Ce que la Banque du Canada est en mesure d'accomplir, lorsque les épargnants et les emprunteurs ont confiance que la politique monétaire mise en œuvre provoquera la baisse de l'inflation, c'est d'encourager un recul progressif des taux d'intérêt à court terme; c'est d'ailleurs ce qu'elle a cherché à faire en 1991 compte tenu de l'évolution des conditions financières et économiques. Dans ses évaluations du rythme auquel devait s'opérer le repli des taux d'intérêt, la Banque a naturellement été influencée au cours des derniers mois de 1991 par l'apparition des signes d'un nouveau ralentissement de l'économie, ainsi que par les indices croissants d'un recul de l'inflation et d'une atténuation des craintes que celle-ci ne persiste.

Les participants aux marchés financiers ont un accès immédiat à un éventail complet de données économiques et financières. Ils peuvent s'inspirer de ces renseignements pour se faire une idée, ce qu'ils font d'ailleurs, du sens dans lequel ira probablement le marché et, notamment, de la ligne de conduite que pourrait adopter la Banque du Canada.

Nous nous efforçons de faire preuve de constance dans nos actions. L'année dernière, tout en restant fidèles à ce principe, nous avons dû, à certains moments, stimuler un marché monétaire atone et, à d'autres, tenter de modérer chez les participants au marché un élan d'enthousiasme qui aurait pu provoquer une baisse des taux d'intérêt à court terme trop rapide pour être durable. Des changements brusques peuvent se révéler préjudiciables s'ils engendrent de l'incertitude quant à nos intentions en matière de politique monétaire. Nous avons toujours cherché à faire en sorte que nos actions et l'image qu'elles renvoient soutiennent la confiance dans la détermination de la Banque de réaliser progressivement la stabilité des prix.

La Banque du Canada n'influence pas directement l'évolution des marchés obligataires,

n'exigent plus des taux d'intérêt aussi élevés qu'auparavant en guise de protection contre l'inflation et les autres risques qui pourraient miner la valeur de leurs placements au Canada. En définitive, sans toutefois vouloir minimiser les incertitudes inévitables que nous réserve l'avenir, il semble que nous soyons actuellement en voie d'atteindre les cibles fixées. Le processus promet d'être constructif, et ses étapes devraient se renforcer mutuellement. En effet, la réalisation de l'objectif initial raffermirait l'assurance que les objectifs qui suivent seront également atteints. Cette confiance permet d'établir l'assise monétaire nécessaire à une baisse des taux d'intérêt, à une reprise économique et à une amélioration durable de la tenue de l'économie canadienne. La contribution de la politique monétaire ne peut pas garantir que tout cela se produira, mais elle importe beaucoup.

La politique monétaire mise en œuvre récemment au Canada

Les taux d'intérêt à court terme ont perdu plus de 6 1/2 points de pourcentage entre le printemps de 1990, où ils avaient atteint leur sommet, et la fin de février 1992; les taux à long terme, comme je l'ai déjà mentionné, ont reculé de plus de 2 1/2 points de pourcentage au cours de cette période. Les taux d'intérêt pratiqués par les institutions financières sur les prêts et les dépôts étaient aussi en baisse. Ce fléchissement généralisé des taux a été alimenté par la confiance accrue que les détenteurs, canadiens pour la plupart, d'instruments financiers libellés en dollars canadiens ont manifestée dans le succès de la politique de réduction de l'inflation. Les taux d'intérêt à court terme ont accusé, par rapport au sommet du printemps 1990, un recul bien plus marqué que l'inflation.

La progression modérée qu'ont affichée récemment les différents agrégats de la monnaie et du crédit est venue renforcer la perception que la valeur de la monnaie sera maintenue au Canada et elle a, par conséquent, contribué au repli des taux d'intérêt. L'expansion de la masse monétaire et du crédit s'est ralentie considérablement pour passer d'un rythme en chiffres annuels supérieur à 10 % il y a deux ans à un taux de 6 à 8 % dans le cas des agrégats monétaires au sens large et à un taux voisin de 4 % dans celui des crédits accordés au secteur privé.

Si les agrégats monétaires ont crû à un rythme assez soutenu, celui-ci a eu tendance, pendant la majeure partie de l'année, à se situer autour de la limite inférieure des fourchettes d'expansion monétaire que, dans les circonstances, nous jugeons compatibles avec la contribution qu'une politique monétaire responsable pouvait apporter à l'essor de la dépense dans l'économie. Cette appréciation du comportement des agrégats monétaires et les indications fournies par l'évolution de la dépense et de l'inflation ont incité la Banque du Canada à favoriser, pendant toute l'année et durant les premiers mois de 1992, un assouplissement des conditions monétaires.

Pour mettre en œuvre sa politique monétaire, la Banque du Canada intervient dans le compartiment du court terme du marché financier, et son influence se fait surtout sentir sur les taux à très court terme. La Banque agit donc sur les taux de l'argent au jour le jour pratiqués sur le marché monétaire en ajustant les soldes de règlement qu'elle met à la disposition du système financier. Elle renforce de temps à autre les effets de cette technique en procédant à des ventes ou à des achats de bons du Trésor. Ces opérations, ainsi que nos observations sur l'évolution économique et financière, sont rapportées dans les extraits des procès-verbaux des réunions du Conseil d'administration de la Banque du Canada publiés régulièrement pendant l'année.

Au-delà du compartiment du très court terme, le niveau des taux d'intérêt du marché financier intérieur est fonction dans une très large mesure des attentes et des décisions des emprunteurs et des prêteurs. Ceux-ci fondent bien entendu leurs décisions sur l'orientation de la politique monétaire et sur les objectifs que visent, à leurs yeux, les autres politiques économiques des pouvoirs publics.

Ce n'est pas l'aspect technique des opérations menées par la Banque qu'il importe de mettre en relief ici, mais bien le fait que ces opérations se déroulent sur un marché dont elle ne peut se permettre de faire abstraction. En d'autres termes, étant donné l'ampleur considérable du marché monétaire — les bons du Trésor du gouvernement canadien représentent, à eux seuls, quelque 150 milliards de dollars — les attentes des épargnants et des emprunteurs

monétaires cherchent à orienter l'inflation à moyen terme.

Beaucoup de gens réalisent que les politiques inflationnistes nuisent à l'économie. Mais certains persistent à croire que la stabilité des prix, partant la confiance en la valeur de la monnaie, a pour corollaire un chômage élevé. Ce n'est absolument pas le cas. De fait, la quasi-stabilité des prix qu'a connue le Canada pendant la majeure partie des années 50 et 60 s'est accompagnée d'un haut niveau d'emploi et d'une forte croissance de la production. Dans des pays comme le Japon et l'Allemagne, les politiques visant à préserver la stabilité des prix sont allées de pair avec une bonne tenue de l'économie en général. Dans les circonstances actuelles, ce qui permettra à notre pays de connaître à la fois un taux d'inflation à la baisse et une activité économique en expansion, c'est la révision à la baisse des attentes d'inflation et la modification des comportements qui en résulte. Cet ajustement des attentes et des comportements dépendra largement de la mesure dans laquelle les gens croiront que la politique monétaire maintiendra effectivement le cap sur la stabilité des prix. La Banque du Canada attache beaucoup d'importance à cela.

Voyons maintenant les progrès réalisés ces derniers temps au chapitre de l'inflation au Canada. Le début de l'année 1991 a été marqué par le niveau élevé des prix du pétrole sur les marchés mondiaux et l'entrée en vigueur de la taxe fédérale sur les produits et services (TPS). Le taux d'inflation qui fait la manchette, c'est-à-dire le taux d'accroissement de l'indice des prix à la consommation (IPC) sur douze mois, s'est vivement accru pour se situer à près de 7 % au début de l'année. Par la suite, les administrations fédérale et provinciales ayant institué divers autres impôts indirects, on estimait peu probable que l'inflation baisse de façon sensible au cours de l'année. Le même scepticisme s'est manifesté, et cela ne surprend guère, à l'égard de la réalisation de la première cible de réduction de l'inflation, soit 3 % à la fin de 1992.

Il semble que ces perceptions aient beaucoup changé ces derniers mois. De fait, il n'est pas rare maintenant d'entendre dire, au contraire, que l'inflation a été jugulée et que la Banque du Canada devrait crier victoire. J'estime qu'une appréciation plus pondérée de la situation s'impose.

En premier lieu, il n'est pas question ici de guerre, de défaite ou de victoire, comme on le prétend si souvent. Ce qui est fondamental, c'est d'adopter et de maintenir une politique capable d'assurer la stabilité monétaire nécessaire à la croissance et à la productivité au sein de l'économie.

En second lieu, le pessimisme affiché au début de 1991 était de toute évidence exagéré, et l'évolution récente, quoique très positive, ne prouve pas que l'inflation a disparu. Toutefois, la baisse graduelle de l'inflation a eu sans aucun doute des effets bénéfiques sur les attentes inflationnistes à court terme et a rendu les cibles de réduction de l'inflation à moyen terme plus crédibles en général et, par conséquent, plus faciles à atteindre. Le fait que l'économie ait été en mesure d'absorber la TPS et les autres impôts indirects sans que se déclenche une spirale inflationniste, c'est-à-dire une course des salaires qui cherchent à rattraper les prix avec pour résultat de nouvelles hausses de prix, a été un élément dont on peut particulièrement se réjouir. Bien sûr, la Banque du Canada a cherché à faire clairement savoir que la politique monétaire ne cautionnerait pas un processus destructeur. Depuis la publication récente des chiffres de l'IPC pour janvier 1992, beaucoup plus de gens reconnaissent le succès avec lequel l'incidence de la TPS sur le niveau des prix a été absorbée.

Par ailleurs, la tendance à la hausse des coûts de production sous-jacents a commencé à se ralentir au Canada, quoiqu'elle ait accusé, comme c'est habituellement le cas, un certain retard sur les prix. Il est important qu'un tel ajustement s'opère pour que nos résultats économiques s'améliorent. C'est là une condition nécessaire au redressement de la situation financière des entreprises et à l'établissement de bases propices à l'essor de la production et de l'emploi.

Le comportement des taux d'intérêt à long terme est particulièrement révélateur de l'atténuation des inquiétudes suscitées par l'inflation. Ces taux ont perdu plus de 2½ points de pourcentage par rapport au sommet qu'ils avaient atteint au printemps de 1990. L'écart entre les taux d'intérêt à long terme américains et canadiens s'est aussi amenuisé considérablement au cours de la période. En d'autres termes, les épargnants et les bailleurs de fonds

niveau record de l'endettement des ménages canadiens durant la deuxième moitié des années 80. Par ailleurs, l'accroissement de la dette du secteur public au Canada a nécessité la mise en œuvre de politiques budgétaires visant à contenir et à réduire le déficit.

Parce qu'ils résultent d'excès s'étalant sur plusieurs années, les problèmes de cet ordre ne peuvent être résolus rapidement. Il convient néanmoins de souligner que l'on a progressé en 1991 dans la correction des déséquilibres observés et que ceux-ci devraient par conséquent peser moins lourd sur le niveau de l'activité économique en 1992 et dans les années ultérieures.

À l'aube de 1992, l'un des changements majeurs sur la scène canadienne est que les taux d'intérêt sont beaucoup moins élevés qu'auparavant. Il s'agit là d'un pas dans la bonne direction, un pas important dont les effets se font déjà sentir.

Cela, peu de gens le contestent. La question maintenant est de savoir si les taux d'intérêt peuvent encore baisser et se maintenir à de bas niveaux.

On ne dira jamais assez que seules une diminution des taux d'inflation et la conviction généralisée qu'on ne laissera pas l'inflation redevenir une menace peuvent garantir des taux d'intérêt généralement bas. L'année qui vient de s'écouler confirme ce fait. Les taux d'intérêt ont baissé sur toute la gamme des échéances parce que les gens croient de plus en plus que le dollar canadien conservera son pouvoir d'achat. De fait, les taux des prêts bancaires et des prêts hypothécaires au Canada sont descendus à leur plus bas niveau depuis près de vingt ans. De nouveaux progrès pourront être accomplis à mesure qu'augmentera l'assurance que les autorités monétaires sont déterminées à maintenir le cap sur la stabilité des prix.

La politique monétaire comme moyen d'instaurer la confiance au sein de l'économie

Dans des périodes comme celle que nous traversons, il est particulièrement important d'expliquer avec clarté comment les politiques des pouvoirs publics peuvent contribuer de façon durable à la santé économique du pays, parce qu'aucune politique ne peut, à elle seule, régler tous nos problèmes à la fois.

La contribution particulière que la poli-

tique monétaire est en mesure d'apporter est d'entretenir la confiance de tous les agents économiques à l'égard de la monnaie qu'ils utilisent. Et seule une monnaie qui maintient sa valeur peut conserver cette confiance. C'est pourquoi le principe directeur de la politique monétaire canadienne a été la recherche d'un rythme d'expansion monétaire qui garantisse que la valeur de la monnaie ne sera pas minée par l'inflation.

Cela est fondamentalement. Comme je l'ai expliqué en détail dans le Rapport de l'année dernier, les coûts de l'inflation sont considérables et ils n'épargnent aucun secteur. Une politique qui tolère l'inflation rend plus difficile la réalisation des objectifs fondamentaux que sont un niveau élevé et soutenu de l'emploi et un niveau de vie à la hausse. Par ailleurs, comme les coûts de l'inflation ne se répartissent pas de façon uniforme sur l'ensemble des Canadiens, elle est source d'iniquité et de discord sociale.

Cependant, instaurer un climat propice à la stabilité des prix ne se fait pas du jour au lendemain. Compte tenu de l'inflation persistante que nous avons connue au cours des dernières décennies, les agents économiques ont multiplié les réflexes inflationnistes et fondé une foule de décisions sur la conviction que les hausses de prix étaient inévitables. Qui plus est, nous avons perdu du terrain face à l'inflation vers la fin des années 80, en raison de l'essor de la dépense et de la surchauffe observée dans de nombreux secteurs de l'économie. Par conséquent, la politique monétaire a dû surtout s'attacher, ces dernières années, à regagner le terrain perdu. Dans ces circonstances, un grand nombre de Canadiens ont mis en doute que la stabilité des prix puisse un jour se réaliser.

En février 1991, la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont annoncé conjointement l'établissement de cibles explicites de réduction de l'inflation, dans le but de réaffirmer que la stabilité des prix restait l'objectif de la politique monétaire et de préciser un calendrier pour la réalisation de cet objectif. Ces cibles sont décrites dans la section qui traite des activités de la Banque du Canada. Étant donné que la réduction de l'inflation exige une approche graduelle, mais constante, étalée sur plusieurs années, les cibles arrêtées balisent la trajectoire descendante sur laquelle les autorités

Le rapport annuel est, pour la Banque du Canada, l'occasion non seulement de présenter ses états financiers et de rendre compte de ses activités, mais aussi de passer en revue l'évolution économique et financière, à la lumière de ses responsabilités en matière de politique monétaire.

La première section du présent rapport vise à situer cette évolution dans une large perspective. Cette approche est particulièrement indiquée lorsque l'on traite de politique monétaire, car il n'est guère possible d'évaluer les objectifs et les résultats de celle-ci en se fondant sur l'évolution enregistrée au cours d'une seule année. La revue annuelle fournit néanmoins l'occasion de faire le point sur les événements récents et sur les progrès réalisés dans la voie sur il faut suivre.

Sur le plan économique, l'année qui vient de s'écouler a été difficile, tout le monde en convient. L'économie canadienne a été lente à sortir de la récession. Ce dont moins de gens se rendent peut-être compte, c'est que l'atonie de l'activité économique au Canada reflète un problème plus général parmi les pays industriels. Ce problème a sa source dans le fait que, au cours de la deuxième moitié des années 80, les niveaux insoutenables atteints par les dépenses et les pressions inflationnistes se sont conjugués à une très forte progression de l'endettement. Les répercussions de ces excès continuent de peser sur les économies d'un certain nombre de pays. La conjoncture économique internationale a aussi présenté des défis à d'autres égards. La mondialisation des marchés a certes ouvert de nouvelles perspectives, mais elle s'est accompagnée d'une rationalisation de la production qui a eu entre autres pour effet d'accroître les incertitudes économiques. Des tensions ont persisté dans le secteur du commerce international. En outre, les événements survenus en Europe de l'Est et au sein de l'ancienne Union soviétique

ne peuvent qu'intensifier les pressions qui s'exercent sur l'épargne mondiale. Comme l'indique la prochaine section du présent rapport, les grands pays industriels ont été touchés à des degrés divers par ces problèmes. Mais il convient de mentionner ici que les États-Unis, notre principal partenaire commercial, se sont fortement ressentis de la persistance d'un excédent d'immuables survalués et du fardeau de l'endettement des administrations publiques, des entreprises et des ménages. Parallèlement, les banques et les autres intermédiaires financiers ont vécu des moments difficiles dans ce pays, ce qui a suscité des inquiétudes au sujet d'un possible « étrangement du crédit ». Il n'a pas été réellement possible de préciser dans quelle mesure cette situation sans précédent freinerait l'activité économique aux États-Unis, mais le fait est que l'économie américaine a piétiné toute l'année durant.

L'évolution économique récente au Canada a aussi été marquée par une phase d'excès en matière de dépense, d'inflation et d'endettement, suivie d'une période difficile de récession et d'ajustement. Des problèmes du même ordre, à l'étranger, ont exacerbé les difficultés d'origine interne. Il y a eu reprise de l'activité économique au printemps dernier, lorsque des composantes de la dépense comme le logement, qui sont particulièrement sensibles aux réductions de taux d'intérêt, ont connu un regain de vigueur. Mais par la suite, l'activité économique a été hésitante, étant donné le fléchissement de la demande de produits canadiens à l'étranger et la persistance de la faiblesse des cours mondiaux des matières premières. En outre, les consommateurs canadiens sont restés prudents. De l'avis général, cette prudence est attribuable à l'incertitude qui entourait nos perspectives économiques, mais elle tient aussi au

BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR - 1991

OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL	7
L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	
La conjoncture internationale	13
L'activité économique et l'inflation au pays	18
L'évolution monétaire et financière au pays	24
LES ACTIVITÉS DE LA BANQUE DU CANADA	33
LES DÉPENSES D'EXPLOITATION	39
DE LA BANQUE DU CANADA	
ÉTATS FINANCIERS	43
CONSEIL D'ADMINISTRATION	53
PRINCIPAUX CADRES	55
REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES	57

Bank of Canada • Banque du Canada

Ottawa K1A 0G9

John W. Crow

Governor - Gouverneur

le 28 février 1992

L'honorable Donald F. Mazankowski, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de la Loi

sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur de vous

remettre mon rapport pour l'année 1991 ainsi

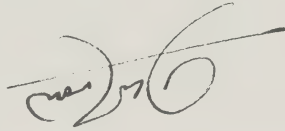
qu'un état des comptes de la Banque pour l'exercice

clos le 31 décembre dernier, signé et certifié de

la façon prescrite par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le Ministre,

l'expression de mes sentiments distingués.



Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

Banque du Canada

Rapport annuel du gouverneur
au ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année
1991

Banque du Canada

Rapport annuel du gouverneur
au ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année

1991

CAI
FN73
-ASS

Bank of Canada



Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1992

Bank of Canada

Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1992

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-90-422

CN ISSN 0067-3587

Printed in Canada on recycled paper

Bank of Canada · Banque du Canada

John W. Crow
Governor - Gouverneur

Ottawa K1A 0G9

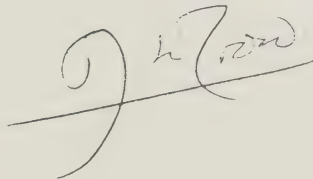
26 February 1993

The Hon. Donald F. Mazankowski, P.C.
Minister of Finance
O t t a w a

Dear Mr. Mazankowski,

In accordance with the provisions of
the Bank of Canada Act, I am submitting my report
for the year 1992 and a statement of the Bank's
accounts for this period, signed and certified in the
manner prescribed in the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read "John W. Crow", written over a horizontal line.

BANK OF CANADA

REPORT OF THE GOVERNOR - 1992

GENERAL OBSERVATIONS	7
ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS	
International environment	13
Domestic economic activity and inflation	18
Domestic monetary and financial developments	24
BANK OF CANADA ACTIVITIES	33
FINANCIAL STATEMENTS	39
BOARD OF DIRECTORS	49
SENIOR OFFICERS	51
REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES	53

GENERAL OBSERVATIONS

I want to begin these general comments by reviewing briefly what monetary policy and price stability can be expected to contribute to economic performance before surveying the thrust of inflation, economic and monetary policy developments over the past year.

Monetary policy, price stability and economic performance

Public economic policy aims to achieve a strong Canadian economy. The most solid contribution that monetary policy can make to this goal is to see to it that Canadians are provided with a money they can trust – that is, one that maintains its value as they go about their economic business. Achieving and maintaining price stability is, therefore, what guides the Bank of Canada in its monetary policy actions.

What benefits are there in having a trustworthy money? It means that investors and savers can plan with greater confidence. Stability in the value of money improves decisions about production and pricing and gets rid of the distortions in investment resulting from the perverse interaction of inflation and taxes. Savers no longer seek the kind of premium in interest rates they need in inflationary times to guard against the inevitable uncertainty about how much inflation will be permitted in the future. In short, an economy where monetary policy is committed to maintaining confidence in money will systematically generate better savings, investment and production decisions. That, of course, helps the economy to perform better than it would otherwise.

There are many aspects of the economy that are outside the influence of monetary policy – outside the scope of what the Bank of Canada can achieve through its influence on the rate of

monetary expansion in Canada. So no one should suggest that aiming to provide a trustworthy money is a cure-all. However, it is a distinct advance on the alternative of financing, and therefore promoting, chronic inflation. Our understanding of basic economic relationships shows why this is so, and the experience of recent decades provides additional testimony on this matter. Inflation, and the expectations and concerns generated by an inflationary process, not only did not produce a better economy, it made our economic performance worse.

Nevertheless, there is a lingering belief that to achieve a faster expansion in the Canadian economy than we have seen in recent quarters will require an increase in inflation. In part, it is based on a view that inflation is a necessary ingredient to encourage economic growth. This view, however, depends on the odd presumption that people can persistently be fooled into believing that inflation-related increases in prices and wages make them better off. In other words, that they never learn. In fact, as I have already indicated, as inflation gets built in, it is a drag on the ability of the economy to sustain growth, not something that spurs growth.

Others appear to see inflation not as a stimulus, but as the unavoidable, if perhaps unfortunate, result of any economic pickup. They believe inflation can only remain subdued in a weak economy, and therefore inflation will be inevitable when an economy recovers from a period of cyclical weakness.

But, as we have seen in other countries and in earlier times in Canada, the economy is perfectly capable of expanding to higher rates of production without generating inflation pressures. Only if the economy is allowed to overheat will progress in reducing inflation

be jeopardized. Furthermore, as experience with lower rates of inflation accumulates, underpinned of course by a consistently anti-inflationary monetary policy, public confidence increases that inflation will not re-emerge. This means that in all parts of the economy people take decisions with less concern about the threat from inflation, and this in turn also means that their decisions are less conducive to inflation.

The experience of the early 1980s is instructive in this regard. After a sharp reduction in inflation from double-digit levels, the economy and business profitability were able to expand quite rapidly without an increase in inflation pressures. It was only in the latter part of the 1980s, as spending began to run ahead of the economy's ability to produce, that such pressures began to appear.

Progress towards price stability

To provide a clearer indication of the downward path of inflation on the way to price stability, inflation-reduction targets were announced in February 1991. I believe that they have been helpful in underlining and reinforcing the commitment of monetary policy to the achievement of price stability.

When the targets were introduced, the inflation rate was very high. Some of the immediate pressure on consumer prices came from elements whose effects might have been regarded as temporary – the introduction of the goods and services tax, increases in other indirect taxes, and a sharp jump in oil prices following the invasion of Kuwait. However, even abstracting from these particular effects, inflation was still quite rapid and domestic cost pressures were strong. In these circumstances there was a real question whether the immediate additional price pressures would indeed be transitory, or whether there would be a feedback into higher wage costs and still higher prices. Such a transmission would of course only propel further the inflationary momentum. These were the immediate circumstances in which it was judged that establishing an explicit target path for reducing inflation could be helpful in backing up the fundamental monetary policy commitment to return to price stability.

There is no simple way of identifying the extent to which the inflation-reduction targets in

themselves have helped in bringing inflation down. In any event, it does seem that by the latter part of 1991 there was a significant and very welcome improvement in attitudes regarding inflation. Businesses and households were coming increasingly to recognize that Canada's inflation performance really was changing for the better and were starting to act on that basis.

The lowering of price and wage inflation that was achieved through 1991 was built upon further in 1992. The underlying rate of price inflation slowed steadily through most of 1992, and with better growth in productivity the increase in labour costs per unit of output was the smallest in years.

The targets announced in early 1991 provided for a target band for consumer price inflation of 2 to 4 per cent as of the end of 1992. As it turned out the consumer price index in December 1992 was 2.1 per cent higher than a year earlier – just above the lower edge of the target band. Some of the effects on prices of the depreciation of the Canadian dollar that we have undergone in recent months are apparent in the most recent numbers and some of these effects probably have yet to be seen. This could result in some temporary upward movement in inflation over the next few months. However, the exchange rate effect should not be allowed to obscure the fundamentally favourable development that we have been doing better on inflation than forecast. As this progress is consolidated in further improvement in expectations and behaviour regarding inflation, it encourages a trend of interest rates lower than would otherwise have been possible.

The next milestone incorporated in the inflation-reduction targets announced two years ago is a range of 1½ to 3½ per cent as of mid-1994. The trend in underlying inflation appears “on track” to an outcome in the lower part of that range. To secure the improvement to our financial climate, and therefore to our economic prospects, that this better inflation outcome can deliver, monetary policy must maintain confidence that it will be oriented to preserving progress towards price stability. The Bank of Canada's actions will be geared to maintaining that confidence.

Economic developments

As described in more detail in a later chapter of this report, the expansion in economic activity that began in the spring of 1991 continued through 1992. However, the increases in economic activity over the first seven quarters of the recovery have been appreciably below the norm of previous economic cycles.

Part of this sluggishness has stemmed from external developments. Prices for raw materials have continued to be weak. And the international economy has posted mixed results over this period. In 1992 most of the overseas economies that are significant for Canadian exports – in Europe and Japan – showed a distinct tendency to weaken, the exception being Southeast Asia. But in contrast to the general situation overseas, as the year progressed there were increasing signs of a more broadly based recovery in the United States, our largest export market by far. In that economy, recovery had been held back by difficulties related to the burden of debt and speculative asset accumulation that had developed in the 1980s – for the most part more severe than here. But by late 1992 there were indications that these balance-sheet type constraints had eased sufficiently to permit a more vigorous expansion of demand.

While it is disappointing, it is hardly surprising that the Canadian economy has only gradually been able to work off the economic fallout from its earlier period of inflationary pressures, speculative activity and debt accumulation. What was less easy to foresee is the extent of the challenge to Canadian business of competing in an increasingly global economy. In many instances this has required a difficult restructuring of operations.

The decline in inflation and resulting improvement in interest rates in Canada over the past couple of years have helped to ease the financial and economic adjustments that needed to take place. Businesses have benefited from the lower interest rates as they restructured both their balance sheets and their operations to meet the reality of a global marketplace. It is noteworthy in this context that investment in machinery and equipment has stayed strong. Increased productivity and a better control of costs in a distinctly less inflationary environment

have resulted in more moderate increases in unit labour costs, and substantial gains have been posted in exports, particularly in the export of manufactures.

Lower interest rates also have relieved pressure on the finances of households by reducing the share of their income needed to service debt. And the combination of lower mortgage rates and lower house prices has made housing more affordable than it has been in years.

Debt has weighed heavily on all levels of our government. The debt buildup resulted from a long period of sizable budgetary deficits that were not limited to times of slow growth in revenues and not offset adequately at times when revenues were more buoyant. The outcome has been a sharply reduced capacity on the part of governments to respond to unexpected developments, such as the pressures of the recent recession and subsequent slow recovery. Coping with the public debt burden is proving an arduous task. At the same time, it is welcome that a more disciplined approach to public finances has become more widespread. It needs to continue if Canada is to generate the increased savings to finance adequately its investment needs in the years ahead.

The Canadian economy has come through a difficult period. And plenty of challenges remain. Nonetheless, with the fundamental improvements associated with declining inflation, such as the lower rates of interest, cost containment and improved productivity growth, we have a much better basis from which to make further progress. The restructuring efforts of Canadian businesses to take advantage of these developments and become more competitive, in tandem with the better economic pickup in the United States, have put us in a strong position to make solid economic gains.

As reviewed in a later section of this report, trends in monetary aggregates are also promising for the profile of economic developments. The more rapid growth in narrow monetary aggregates and the moderate pace of expansion of the broader monetary aggregates are consistent with a stronger recovery along with a favourable inflation performance.

Interest rates and exchange rates

Through the first eight months of 1992, the pattern of declining interest rates continued in Canada. Thus by early September short-term interest rates had fallen below 5 per cent, the lowest level since the early 1970s, and long-term rates were below 8 per cent, only about one-half of a percentage point above their U.S. counterparts.

The Bank's monetary policy actions over this period were directed to helping to maintain the decline in interest rates, in line with progressive improvement in the confidence of savers and investors. When the Bank intervened, it tended to use its influence to smooth the decline in shorter-term rates. At times it needed to work to forestall unsustainably rapid drops that could come from an overenthusiastic wholesale money market, and that could generate sharp reversals when the enthusiasm petered out.

In the Bank's view, steady declines in interest rates held out a better prospect of a sustained lower level of interest rates over the medium term than did more erratic movements. Steady declines were more likely to be accepted by savers and investors as they progressively adjusted their views about appropriate interest returns in an environment of gradually increasing confidence in the future value of money.

However, in the latter part of the year short-term interest rates became very volatile and moved generally higher. In large measure this reflected the tension in domestic financial markets provoked by the downward movement in the exchange value of the Canadian dollar. The details of these financial market developments are discussed in a subsequent section of this report. The point I want to make here is that such swings in interest rates, while unusually large on this occasion, are not altogether surprising when there is heightened uncertainty about future developments in Canada. They underline once again that the various segments of financial markets – money markets, bond markets and exchange markets – are bound to react and to interact in response to disturbances affecting the outlook. The recent events also underline the fundamental

importance of strong confidence among savers and investors in bringing about steady financial markets where yields stay low. Monetary policy is of course focussed on promoting and sustaining such confidence.

The weakening in the exchange value of the Canadian dollar in the final months of 1992 came from more than one source. In September, important factors were the spillover from the exchange rate turmoil in Europe and the lead-up to our constitutional referendum. In the second bout of weakness, in November, there was an increased market focus on developments in Canada, and our currency was also affected by the general strengthening of the U.S. dollar against most currencies.

The exchange rate gets a lot of attention. Strong views about the Canadian dollar and where it should or should not go are frequently expressed – from many quarters. This is therefore a good occasion to review once again how the exchange rate fits within the overall framework of Canadian monetary policy.

As I have already underlined in these remarks, monetary policy is for good reason aimed at achieving and maintaining monetary stability – that is, domestic price stability. Here I can add that given this basic purpose, it follows that the Bank does not pursue an exchange rate target.

However, the fact that Canada has a flexible, not a fixed, exchange rate regime by no means implies that in conducting monetary policy the Bank of Canada is, or should be, indifferent to what happens to the exchange rate and to the exchange rate's effect on monetary conditions overall. The exchange rate is an important price in the economy, with important effects on demand, output and inflation. And in its monetary policy actions, the Bank of Canada must of course take account of those effects, actual or potential.

Furthermore, the Bank also has to be mindful of exchange market confidence in an environment that is susceptible to cumulative movements – to bandwagon effects – stemming from increases in market uncertainty.

These are the kinds of considerations that the Bank bore in mind as it coped with the turbulence in the money, bond and exchange

markets in late 1992. What was important, let me repeat, was for the Bank to be a force for confidence and for steadiness.

The Bank's primary concern was to provide reassurance that the focus of monetary policy continued to be on preserving the value of money in Canada. The Bank's actions also had to help the markets settle down and trade effectively – in ranges where there really were willing buyers and sellers.

Perhaps for anyone who still believes that the Bank of Canada can move interest rates around virtually at will, it might seem that the Bank acted arbitrarily in the period of exchange market turbulence to push interest rates up, thus preventing the Canadian dollar from finding its "natural level."

However, such a view ignores the crucial importance for savers and investors of what they expect regarding future developments as they make judgments about where to invest and what is an acceptable rate of return. Claims in Canadian dollars must provide a return consistent with these expectations if they are to be acceptable to investors – and this is true whether those investors are foreign or Canadian.

Among the most important elements in such expectations are views on the likely conduct of monetary policy. Accordingly, the Bank of Canada's influence over domestic interest rates stems more from the confidence it

can bring to savers and investors regarding the basic anti-inflationary purpose of monetary policy than from any power to shift interest rates around through injections of liquidity. Indeed, such injections can have an effect that is opposite to that intended, if they raise concerns that monetary policy is becoming inflationary. The same considerations apply equally forcefully to the exchange market. This means that the notion of a "natural level" for the exchange rate, somehow divorced from expectations among savers and investors and from what policy is aiming to achieve, has little real meaning.

None of this should suggest that the Bank has no ability to act as a countervailing influence to market disturbances. But, let me reiterate, we can only do so effectively by being very clear in our actions that Canadian monetary policy continues to pursue the fundamental objective of domestic price stability. A policy that pursues this objective is the only sure way to achieve sustained low interest rates. It also provides an essential underpinning to the exchange rate.

Over time the markets did find new trading ranges, and following a period of stability, interest rates in late 1992 and early 1993 improved from the peaks registered in the period of turbulence in the autumn. I cannot overemphasize the importance, for such improvement, of confidence in continued good inflation performance.

ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS

International environment

The year 1992 saw a further moderation in inflation in the major industrial countries and divergent movements in output growth between North America and the overseas economies. While the United States, Canada's most important trading partner, showed stronger signs of recovery, economic activity in major overseas countries softened towards year-end. As a consequence, world commodity prices remained close to the cyclical troughs recorded in 1991, contributing to the weakness in Canada's terms of trade and the lower external value of the Canadian dollar.

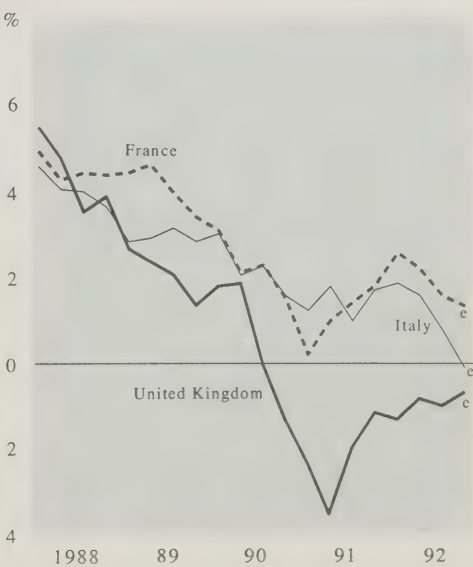
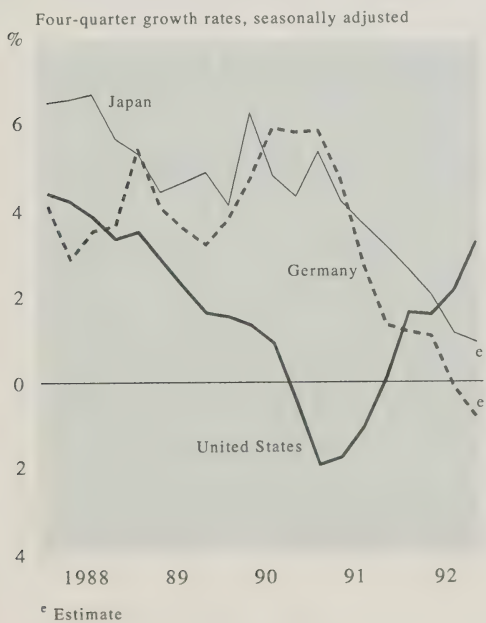
International capital and foreign exchange markets became increasingly volatile as the year progressed, reflecting the differing cyclical positions of the major world economies, as well as other factors of both a political and an economic nature. Tensions within the European

Monetary System led to dramatic exchange rate and interest rate movements in Europe that spilled over into financial markets elsewhere, adding to the uncertainty and financial pressures affecting Canada through the latter part of the year.

Economic developments

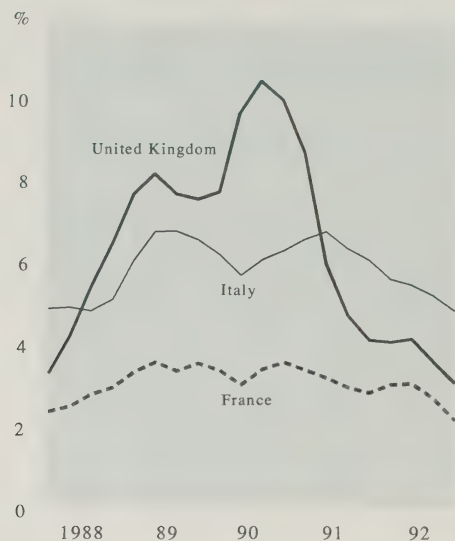
The pace of aggregate economic activity in the major overseas countries slowed in 1992, continuing a trend that began in 1990. In Japan, asset price deflation and a saturated market for consumer durables contributed to a sharp decline in domestic demand. Government measures aimed at supporting the Japanese financial system and stimulating the domestic economy are still working their way through the system and have yet to reverse the slowing trend in output growth.

Output in selected major industrial countries



Consumer prices

Four-quarter growth rates



Economic activity in Germany, France and Italy had continued to expand in the early part of 1992, but weakened towards year-end. The German economy, which until recently had been boosted by increased government spending associated with unification, slowed in response to tighter monetary conditions, resulting from persistent inflationary pressures. The United Kingdom, which had moved to tighten policy earlier than its European partners because of more extreme demand pressures in the late 1980s, experienced a further contraction in economic activity in 1992, although with some indications of a turnaround in the second half of the year. Any stimulative effect provided by larger government expenditures was largely offset by sagging private demand as households and businesses worked to restructure balance sheets and to reduce large debt overhangs.

In these circumstances, many overseas countries experienced downward pressure on inflation throughout the year. Though Japan recorded the lowest consumer price inflation in 1992, France, Italy and the United Kingdom all

reported significant declines in their rates of inflation. The one notable exception was Germany, where inflation remained relatively high.

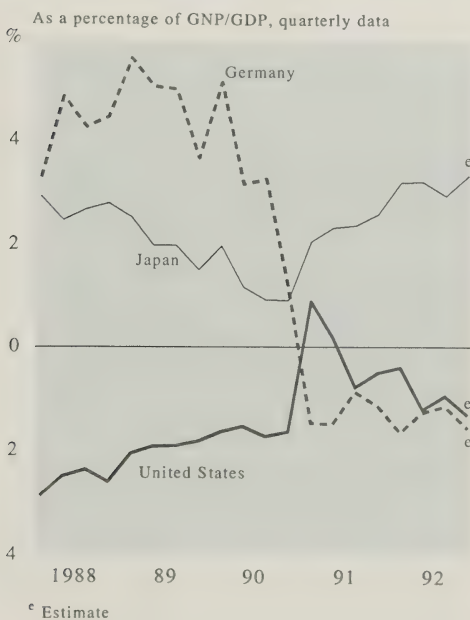
The United States, in contrast to the overseas countries, showed increased signs of recovery in 1992, with output growing faster in the third and fourth quarters and the economy expanding by just over 3 per cent on average through the year. However, despite a significant easing in monetary conditions, the recent rebound has been relatively slow by historical standards.

High levels of household and corporate indebtedness in the United States, overbuilding in the commercial real estate market and balance sheet restructuring in the financial sector appear to have muted the positive impact of past monetary easing on economic activity. Large U.S. government deficits have also limited the room for manoeuvre on the fiscal policy side. However, interest-sensitive consumer expenditures have recently started to rebound, and key financial indicators such as the ratio of

corporate debt to equity and household interest payments as a proportion of disposable income have also shown improvement. Although consumer prices rose at about the same rate as in 1991, the underlying trend of inflation remained downward.

The current account balances of the major industrial countries were affected in 1992 by their differing cyclical positions, but the resulting deficits and surpluses remained much smaller as a percentage of GDP/GNP than in the mid-1980s. In 1992, the U.S. current account deficit increased by approximately U.S.\$60 billion, reflecting growing import demand in the strengthening U.S. economy and the absence of special factors that had helped support the current account in 1991 (most notably, the transfer payments received from other countries after the Gulf War). The Japanese surplus widened from U.S.\$73 billion in 1991 to U.S.\$118 billion, as the value of imports declined in response to slowing domestic demand and low world prices for many imported raw materials.

Current account balances



Interest rates and exchange rates

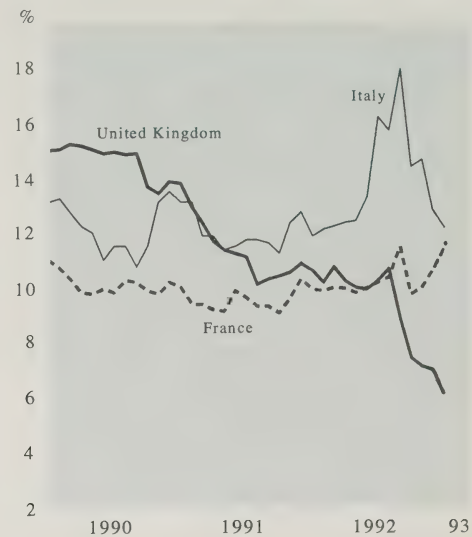
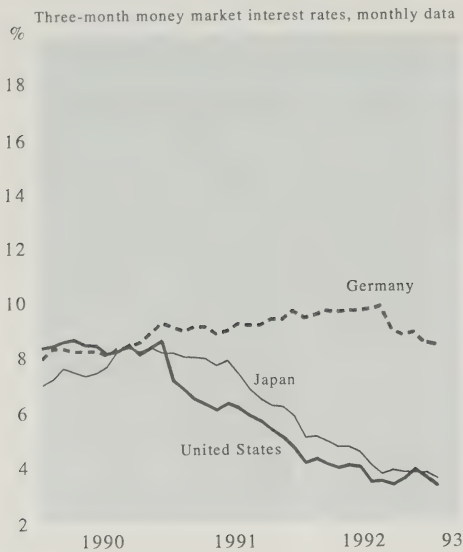
Lower inflation rates and sustained excess capacity provided scope for lower interest rates in most industrial countries in 1992. In the United States, for example, short-term commercial paper rates fell to a low near 3 per cent. Interest rates in Japan also fell to their lowest levels in recent years.

In Germany, however, short-term interest rates were generally firmer over the year in the face of continuing inflationary pressures, although they declined somewhat in the latter part of the year as the domestic economy slowed. These differential movements in interest rates between the United States and Germany, along with political and economic uncertainty in Europe and the former Soviet Union, caused exchange rates to display considerable volatility throughout the year. The German mark reached a postwar high against the U.S. dollar in the third quarter of 1992 but later weakened sharply in response to mounting evidence of a strengthening U.S. recovery and market expectations of further declines in German interest rates.

Tensions within the European Monetary System (EMS) escalated during the year as monetary conditions became increasingly incompatible with domestic economic conditions in a number of member countries, and uncertainty grew over the future of the Maastricht treaty and the proposed European economic and monetary union. The pound and the lira were eventually forced to break their link with the exchange rate mechanism and to float, depreciating to levels that were more than 15 per cent below their previous values against the mark. Three other countries had to devalue within the EMS, while currencies of some other countries previously linked to EMS currencies also were floated.

While short-term interest rates in the United Kingdom declined significantly after the pound left the EMS, those in most other member countries showed only modest declines, as monetary conditions remained tight in Germany in the presence of sustained domestic inflationary pressures.

Short-term interest rates in selected major industrial countries



Selected exchange rates

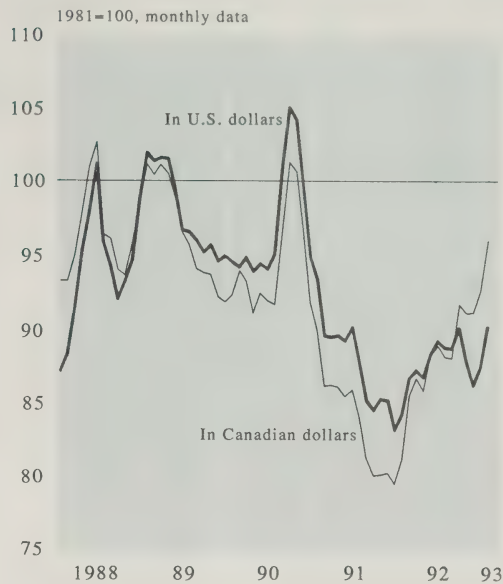


World commodity prices

Sluggish world demand coupled with additions to productive capacity resulted in the continued weakness of international prices of many commodities. However, the Bank of Canada commodity price index in Canadian dollar terms strengthened throughout the year, reflecting the depreciation of the Canadian dollar.

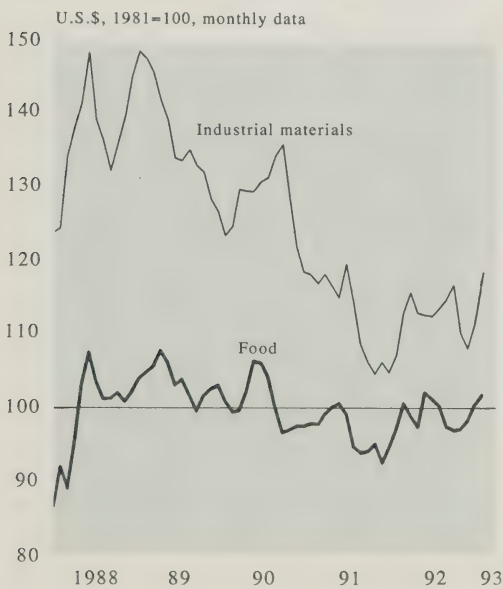
Prices of industrial materials in U.S. dollar terms rebounded at the beginning of 1992 from four-year lows. Lumber prices climbed in response to expectations of a pickup in demand, low inventories and restricted supply from the northwestern United States. Additional support was provided by metals prices, which rose gradually through the first half of the year. This was followed by a reversal in the latter half of the year, however, when metals prices dropped to their lowest level since 1987 in reaction to high and rising inventories and increasing evidence of weakening overseas economies. In contrast, lumber prices surged further at year-end and in early 1993 in anticipation of tight supplies during the upcoming building season. While wheat prices dropped slightly in 1992 from the high levels recorded at the end of 1991, owing to a bumper U.S. crop, support

Bank of Canada commodity price index

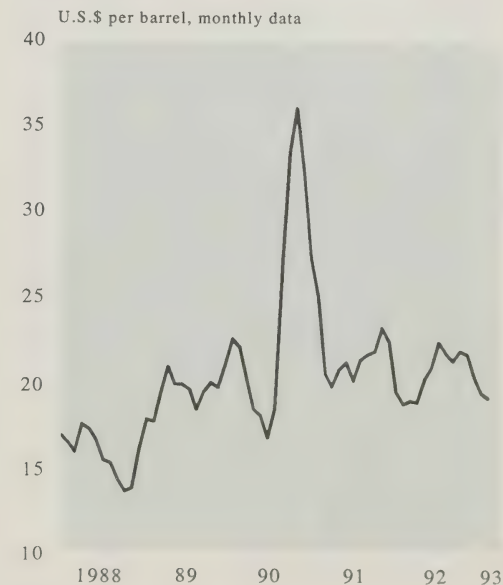


was provided by growing demand from China and the former Soviet Union, and a shortage of high-quality grain. Crude oil prices in U.S. dollar terms were little changed on balance in 1992.

Food and industrial materials prices



World oil prices



Domestic economic activity and inflation

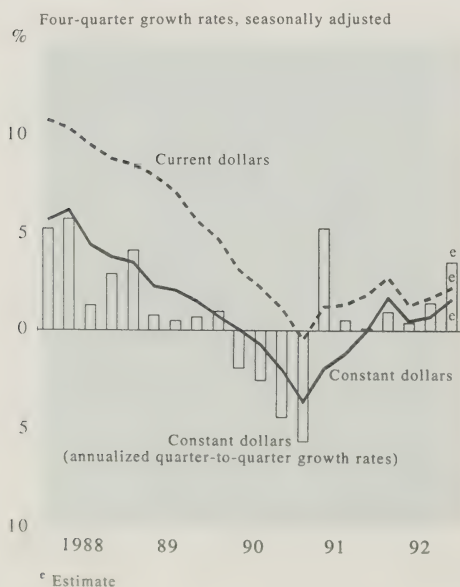
Economic expansion in Canada continued through 1992 while underlying inflation declined further. However, the pace of activity remained modest overall as a number of factors continued to exert a restraining influence on domestic demand. Activity did pick up noticeably in the second half of the year, although this was more evident in some sectors and regions than in others. While a temporary rise in measured inflation is possible over the next few months in response to the recent depreciation of the Canadian dollar, the prospects are for continued moderation in underlying inflation.

Aggregate demand and output

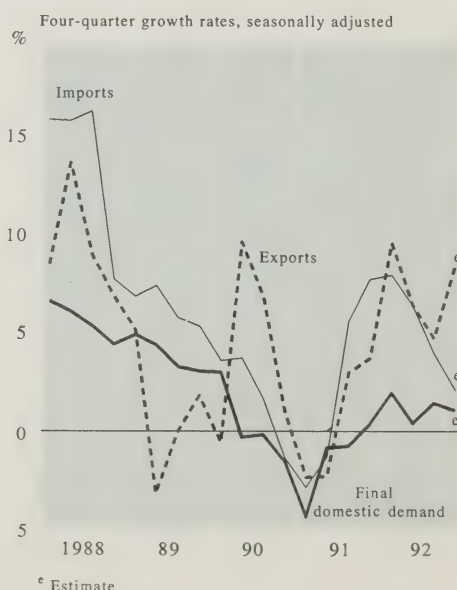
Although the economy responded more noticeably in 1992 to the previous easing in monetary conditions, growth in aggregate

demand remained subdued and unemployment rose further, especially during the first half of the year. The recovery has been affected by a variety of factors. These include a persistent surplus of commercial real estate, the continued necessity for governments to contain their budget deficits, and lacklustre economic activity in a number of other countries. But perhaps the most important in this regard has been the need to adjust to the rising pressures of global competition, which has prompted widespread restructuring efforts on the part of Canadian firms. This has involved increased spending on new machinery and equipment and more efficient processes, as well as tighter inventory management, all of which should contribute to gains for the Canadian economy as time goes on. Indeed, there were indications as the year

Gross domestic product



Final domestic demand, exports and imports, constant dollars



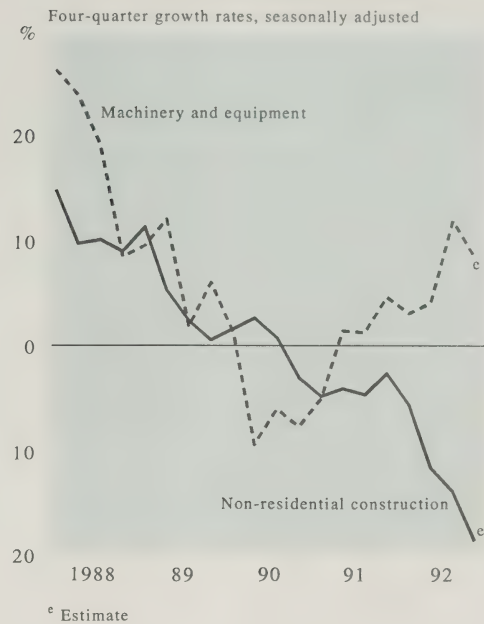
progressed that these investments were beginning to pay off in terms of improved cost control, higher productivity and better export performance. Yet, in the first instance, restructuring often means accomplishing more with less labour, and the associated layoffs and the gradual movement of resources into new or expanding sectors have meant that overall growth in income and aggregate demand has remained modest. Moreover, the additional investment spending itself had relatively little immediate impact on domestic activity, since most capital equipment is imported.

Another important reason for the moderate economic recovery is that the Canadian consumer has remained cautious. Although in 1992 spending was boosted by higher income tax refunds and by reduced household debt-service costs, restructuring efforts by firms gave rise to uncertainty regarding employment prospects, and this weighed on consumer demand throughout the year. There also seemed to be a tendency early in the year to delay major purchases in anticipation of further declines in interest rates, and high debt levels probably continued to constrain the spending of some households. Finally, the financial market turbulence that dominated the autumn scene caused some postponement of planned spending.

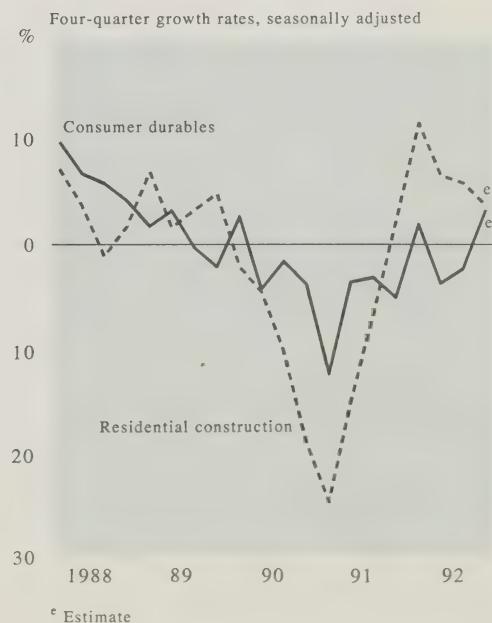
Despite these various restraining elements, the economy gained momentum as the year progressed. One positive factor was residential construction, which was spurred by a combination of increased affordability and new government initiatives to make home ownership more accessible. However, the most important source of strength in 1992 was exports, which rose significantly as the U.S. recovery began to take hold and Canadian competitiveness improved. The increase in exports was particularly marked in the manufacturing sector, where restructuring efforts were most intense and where the benefits of tax reform and trade liberalization were expected to be concentrated.

Imports also grew strongly during 1992, especially imports of machinery and equipment. However, towards the end of the year, better domestic cost performance, along with the depreciation of the Canadian dollar, were beginning to moderate spending on imported consumer goods. The combination of this

Indicators of business fixed investment, constant dollars



Indicators of household demand, constant dollars



Balance of payments

Billions of dollars, quarterly data, seasonally adjusted at annual rates



moderation and the growth in exports generated an increase in the merchandise trade surplus, resulting in a narrowing of the current account deficit.

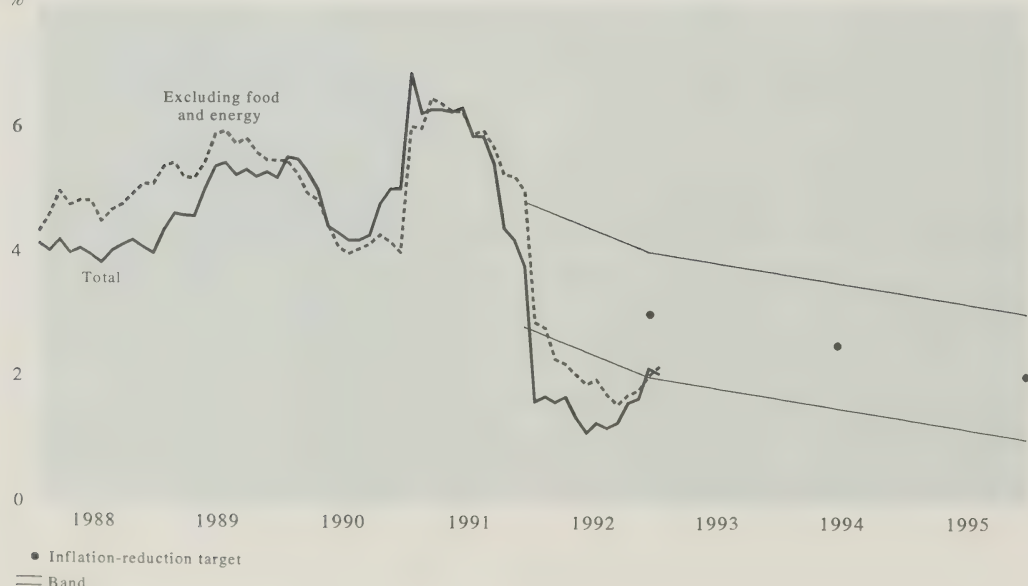
The gathering momentum in the economy was also reflected in the labour market, which saw modest, though steady, increases in employment during the second half of the year. At the same time there was renewed growth in the labour force, suggesting increasing optimism regarding employment prospects. These two developments tended to be offsetting in terms of the unemployment rate itself, as is typical of economies in the early stages of recovery.

Prices and costs

With the moderate pace of increase in economic activity in 1992, a significant degree of slack in goods and labour markets remained, and there was a further easing in price and cost inflation. The underlying rate of inflation, as measured by the 12-month increase in the consumer price index excluding the volatile food

Consumer price index

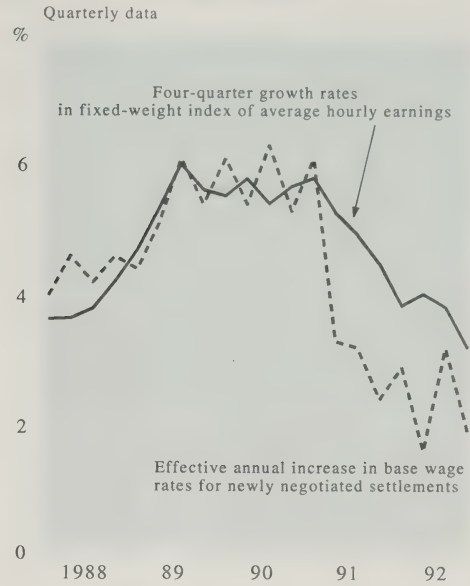
12-month growth rates
%



and energy components, declined from 2.9 per cent in January to 2.0 per cent in December, at the bottom end of the inflation-reduction targets. The sizable depreciation of the Canadian dollar that took place in 1992 can be expected to raise measured inflation temporarily above its underlying trend during 1993. Early signs of this are evident in recent data.

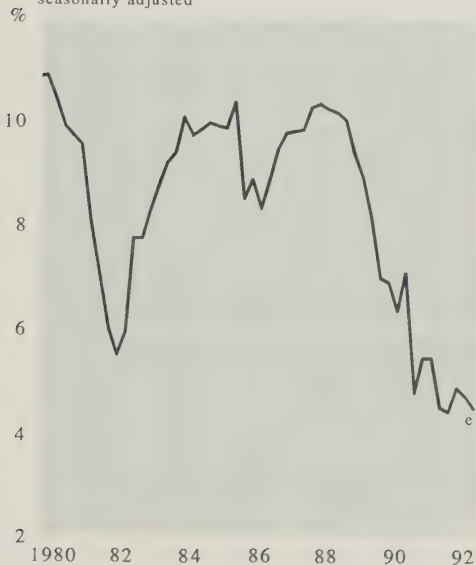
Regulated prices continued to rise more quickly than non-regulated prices in 1992. Relatively high rates of increase were seen in such items as property taxes, water, electricity, public transportation and tuition fees. The gap between regulated and non-regulated price increases has widened considerably over the past two years as the underlying rate of inflation has declined. This is consistent with previous experience, as regulated prices tend to respond more slowly than non-regulated prices to changes in aggregate demand conditions. However, measures by various levels of government to increase their revenues and by some utilities to improve their profitability also had an impact.

Measures of wages and earnings



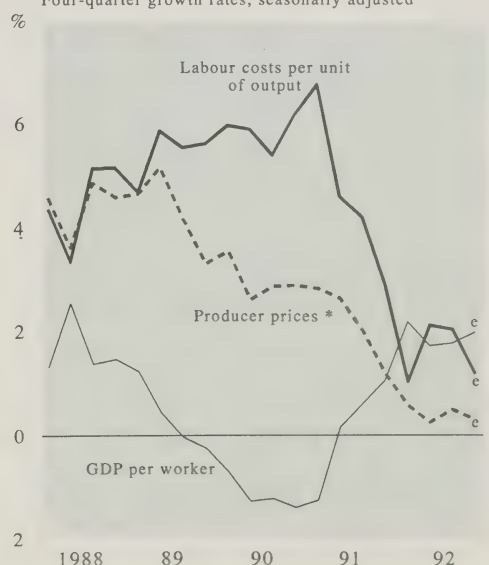
Corporate profits

As a percentage of nominal GDP, quarterly data, seasonally adjusted



Unit labour costs, producer prices and labour productivity

Four-quarter growth rates, seasonally adjusted



* GDP deflator at factor cost excluding federal sales tax rebate on inventories in the fourth quarter of 1990

^e Estimate

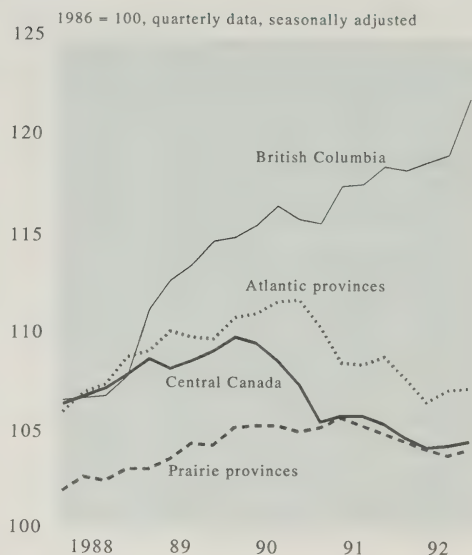
Developments on the cost side point to continued moderation in the trend of inflation. Wage and salary increases slowed further in 1992, as the fixed-weight index for average hourly earnings increased by 3.7 per cent in the year as a whole, compared to 5.1 per cent in 1991. Negotiated wage settlements, which are more forward-looking, indicate that there has been a significant downward adjustment in inflation expectations. Settlements averaged about 2 per cent in 1992, suggesting that broader measures of costs should slow even further in 1993. The lower growth in money wages, along with the significant rise in productivity gains associated with industrial restructuring, generated a further decline in the growth of unit labour costs in 1992. These costs nevertheless continued to rise more quickly than producer prices. Therefore, and despite the benefits of lower debt-servicing costs, corporate profits remained very weak by historical standards.

Regional developments

While the national picture improved in 1992, the pace of economic activity remained uneven among the regions. Although these regional differences in the main reflected varying local conditions, broader forces also played a role. In particular, the process of industrial restructuring was concentrated in the manufacturing sector, and therefore had more of an effect in Ontario and Quebec than in the rest of the country. At the same time, these provinces more than others felt the positive effects of strong growth in exports of manufactured goods. As well, the depreciation of the Canadian dollar began to strengthen the profitability of resource-exporting firms in the latter part of the year, particularly in British Columbia, New Brunswick, Alberta and Quebec.

In the Atlantic provinces, economic activity was dampened by a number of adverse local developments, including the moratorium on cod fishing, a slowdown in spending on the Hibernia project, weak prices for pulp and paper, layoffs in mining and declining iron ore production. However, during the second half of the year, the compensation plan for those affected by the moratorium on cod fishing helped boost incomes, and the benefits of higher

Employment

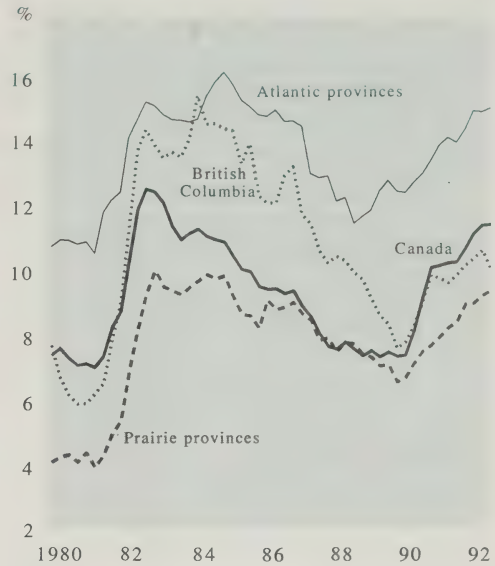


lumber prices began to be felt. Furthermore, income from lobster catches increased significantly as a result of higher prices.

Economic activity was generally sluggish in Central Canada in 1992, although a firming was apparent in the second half of the year. In Quebec, local factors that restrained demand included the expiry in late 1991 of a provincial government program designed to stimulate new housing construction, which probably had caused some home construction to be moved from 1992 to 1991, and the broadening of the provincial sales tax to include services. Low international prices for metals and for pulp and paper also had a negative impact. In both Quebec and Ontario, consumer confidence remained fragile owing to concerns about job losses. Non-residential construction continued to decline in Ontario, reflecting a glut of commercial real estate and low capacity utilization rates in manufacturing. Nevertheless, robust growth in exports of manufactured products stimulated activity, particularly for industries producing electrical, rubber, plastic and automotive products.

Unemployment rate

Quarterly data, seasonally adjusted
%



A lack of economic vigour also characterized the Prairie provinces, although there were a number of bright spots. While investment in the energy sector declined significantly, energy production rose substantially, led by strong growth in exports of natural gas and, to a lesser extent, crude oil. A large rise in the price and exports of cattle raised farm receipts, and the impact on farm cash income of lower grain prices was more than offset by increased government farm program

payments. Both uranium and potash production rose significantly.

Economic activity was strongest in British Columbia, where continued immigration from the rest of the country and abroad and steady employment growth stimulated consumption and housing expenditures. Although the picture was clouded by continuing difficulties in the coal industry and low prices for metals and for pulp and paper, substantial rises in lumber output and prices were important sources of strength.

Domestic monetary and financial developments

Monetary aggregates and credit market developments

The downward trend in the growth of the broad measures of money, M2 and M2 + , continued in 1992, boding well for an ongoing favourable inflation performance since these aggregates tend to move in advance of price changes. As well, there was a significant pickup in the rate of growth of the narrow aggregate M1, the best monetary indicator of future developments in economic activity, providing additional evidence of a strengthening economic recovery.

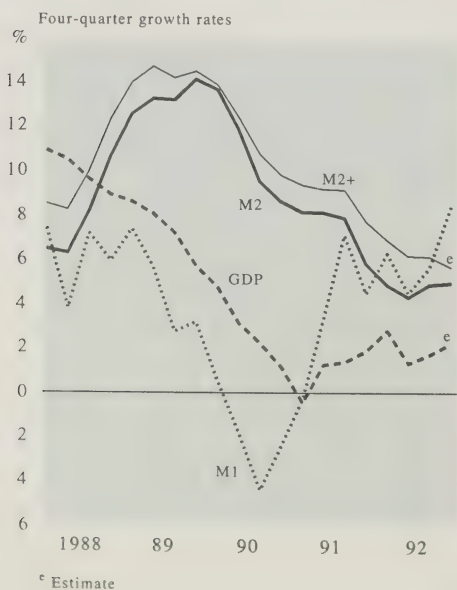
Growth in M2 + slowed from 7½ per cent in 1991 to 5½ per cent in 1992. Within M2 + , there was a smaller deceleration in the pace of M2 growth, as the banks' share of deposits

increased at the expense of trust and mortgage loan companies.

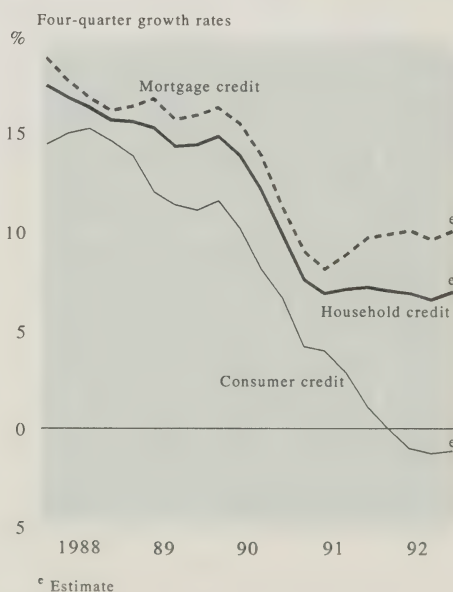
Growth of the narrow monetary aggregate M1 picked up in 1992, largely in response to the declines in interest rates in 1991 and 1992. Nonetheless, the pickup was somewhat less than might have been expected on the basis of historical relationships, in part because businesses made greater use of money market mutual funds for cash management purposes. These funds are included in M2 + but not in M1.

In 1992, the growth of total household credit continued to exceed that of disposable income, leading to a rise in the ratio of household debt to disposable income. With a sluggish economy, some borrowers must have

Monetary aggregates and nominal GDP



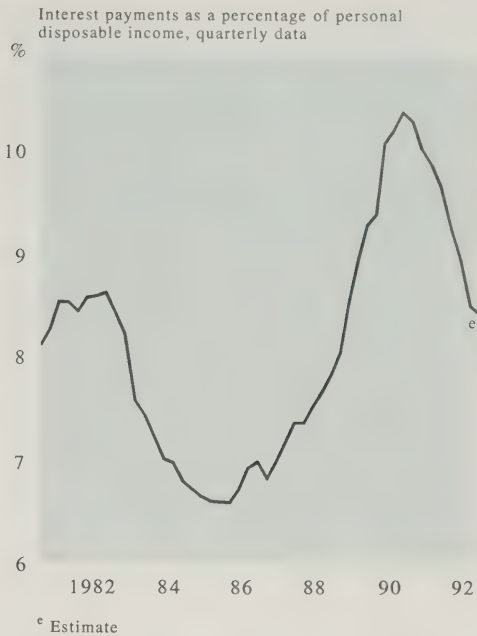
Total household credit



found their debt loads more difficult to carry. Nonetheless, many households were evidently willing to borrow and lenders were quite prepared to lend, especially in the form of mortgages.

There are a number of factors behind the continued strength of household borrowing. First, the declines in interest rates led to a significant reduction in the debt-service ratio and to an improvement in the affordability of housing, thus encouraging home buying. Second, the estimated market value of total household assets increased at almost the same rate as debt. Third, although housing prices are lower than at their peak, selling prices in most instances are still substantially higher than those at which the houses were last mortgaged. Therefore, the typical size of new mortgages on existing houses is also likely to be significantly higher. Indeed, the ratio of mortgage debt outstanding to the estimated market value of the housing stock is only now returning to its previous peak, reached in 1979. Fourth, an increase in the maximum loan-to-value ratio on mortgage loans insured by the Canada Mortgage

Estimated household debt service ratio



Total household credit



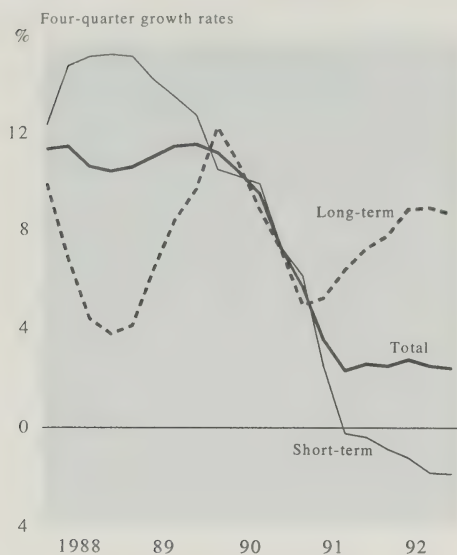
and Housing Corporation has tended to increase somewhat the average loan-to-value ratio.

Within household credit, the strong growth in mortgage credit more than offset the decline in consumer credit over the past year, a pattern that was particularly evident at banks. This suggests that households were borrowing against the equity in their houses, taking out larger mortgages in part to reduce other types of household loans. These loans tend to bear higher interest rates and to have shorter repayment periods than mortgage debt.

Total business credit continued to grow at about 2½ per cent in 1992, reflecting weak overall investment spending, in turn largely related to declines in non-residential construction.

Even though short-term borrowing costs were well below long-term borrowing costs for most of the year, businesses continued to substitute into long-term sources in order to lessen the risk of interrupted access to funds. The overall ratio of non-financial enterprise debt to equity (whether on a market value or book value basis) was essentially unchanged from 1991.

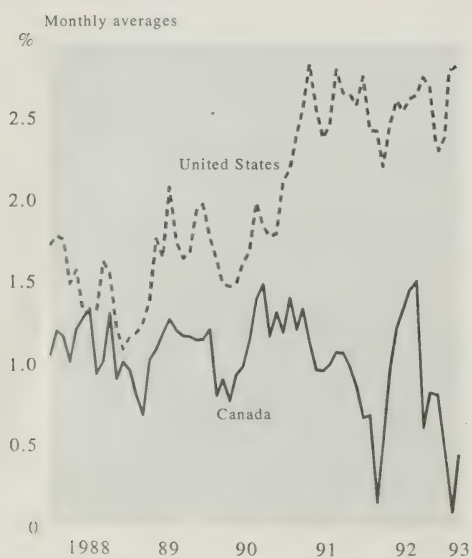
Business credit



Non-financial debt-to-equity ratio (market value)



Differential between prime rate and 90-day commercial paper



In response to the commercial real estate slump, the supply of credit to firms seeking loans using commercial real estate as collateral has tightened significantly. Furthermore, a number of financial institutions have had to take substantial loan loss provisions against real estate related loans.

Nevertheless, spreads between the prime business loan rate and commercial paper rates were within or below their normal historical range. In fact, at the end of 1992 and in early 1993 these spreads were pushed well below that range as financial institutions competed vigorously for business loans.

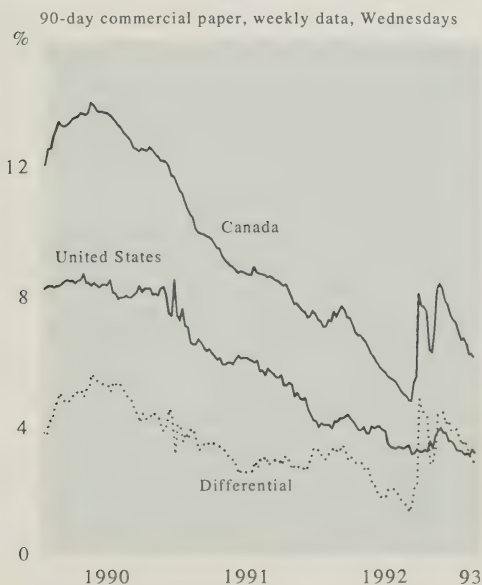
Monetary conditions

In response to lower inflation and the continued restrained pace of economic expansion, monetary conditions eased substantially during 1992. Short-term interest rates on average were much lower than in 1991 and the exchange value of the Canadian dollar fell significantly during the year.

Continuing the downward trend that has been evident since mid-1990, short-term interest rates declined from $7\frac{1}{2}$ per cent at the beginning of the year to $4\frac{3}{4}$ per cent in early September. In the autumn, markets were subjected to the extreme volatility discussed in the first section of this report. Short-term interest rates backed up sharply to 9 per cent when the exchange value of the dollar came under marked downward pressure. Rates subsequently declined, falling by year-end to $7\frac{1}{4}$ per cent and by the end of February to about 6 per cent.

In the context of narrowing interest rate differentials vis-à-vis U.S. instruments through much of the year, weak commodity prices and the slow pace of economic activity, the Canadian dollar fell 9 per cent through 1992 against its U.S. counterpart and 8 per cent against G-10 currencies on a trade-weighted basis. The fall in the value of the Canadian dollar was concentrated in the January-March and September-November periods; in the latter period concerns about the constitutional referendum as well as about budgetary and current account deficits were apparently elements in the dollar's decline. The dollar stabilized in December and traded between $77\frac{1}{2}$ cents U.S. and 80 cents U.S. in early 1993.

Canada-U.S. short-term interest rates



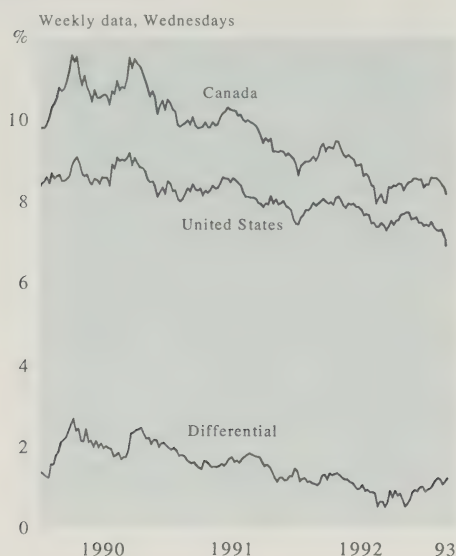
Canadian dollar exchange rate



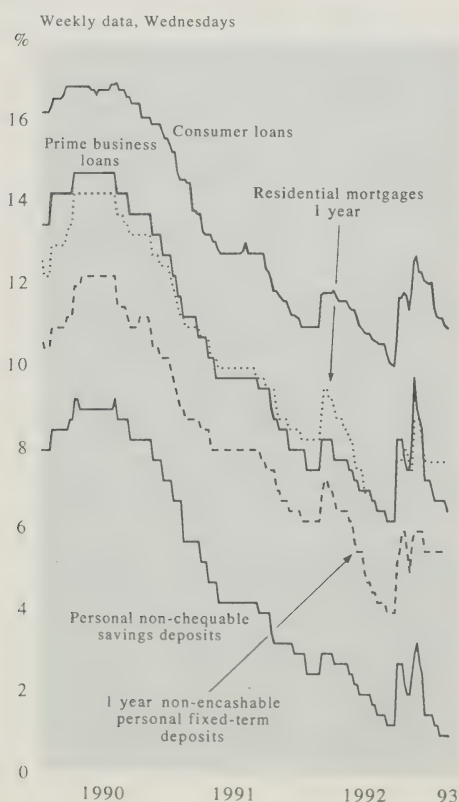
Canadian long-term bond yields, which had come down over $2\frac{1}{2}$ percentage points from their peak in 1990, fell a further $\frac{1}{2}$ of a percentage point in 1992. The differential with respect to U.S. yields also came down by about $\frac{1}{2}$ of a percentage point during the year to stand at about 1 percentage point at the end of the year. Increased confidence in monetary stability contributed to the downward trend in bond yields and to the fact that they were less affected than short-term interest rates by the turbulence in financial markets in the autumn.

Administered rates in 1992 on average were below those in 1991. Through the year they generally followed the movement of market rates for similar maturities. Thus, although there was a spike in the autumn, administered rates generally finished 1992 below their end-1991 levels. Mortgage rates were down by about $\frac{3}{4}$ of a percentage point to just under $7\frac{3}{4}$ per cent at the one-year term and by almost $\frac{1}{2}$ of a percentage point to $9\frac{1}{2}$ per cent at five years. The prime rate on business loans at chartered banks dropped $\frac{3}{4}$ of a percentage point to $7\frac{1}{4}$ per cent at year-end and by a further $\frac{3}{4}$ of a percentage point to $6\frac{1}{2}$ per cent at the end of February, in part because of heightened competition among banks.

Yields on long-term Canadian and U.S. government bonds



Selected bank interest rates



Monetary policy operations

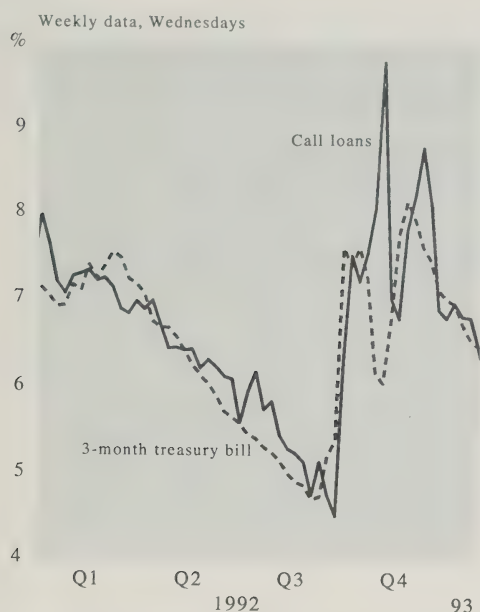
The Bank of Canada's monetary policy operations have their most direct effect on the overnight financing rate. While decisions about the Bank's day-to-day actions are focussed on bringing about particular levels for that rate, these decisions are taken with a view to influencing overall monetary conditions in a direction consistent with the broad anti-inflationary thrust of policy. At times of unusual volatility in financial markets, with uncertainty in the exchange markets feeding through to the money markets, the Bank's actions are designed to encourage greater steadiness by helping the markets to find viable trading ranges.

Over the period to the beginning of September, with the exception of an interval during February and March, market expectations of declining short-term interest rates were prevalent. These expectations were sufficiently strongly held at times that the Bank acted on a number of occasions to temper the pace of decline and thus to contribute to the sustainability of the reductions in short-term interest rates. This often resulted in the call loan and other overnight interest rates being above the 3-month treasury bill rate.

The main way in which the Bank achieved the relative tightening in call loan financing was by limiting the supply of settlement balances held by directly clearing members of the Canadian Payments Association (CPA) at the Bank of Canada, relative to the amount they wished to hold. This in turn reduced the willingness of the direct clearers to provide overnight financing to investment dealers and thus led to an increase in the call loan rate. When undue downward pressure on short-term rates persisted, the Bank sold treasury bills into the market. On occasion, it also moved to tighten overnight financing directly through sale and repurchase agreements (SRA) – offering to sell bills to chartered banks and to buy them back the next business day – at a rate of the Bank's choosing.

During February and March 1992, persistent downward pressure on the Canadian dollar in the foreign exchange market led to upward pressure on short-term interest rates on Canadian dollar-denominated securities. In this period the Bank provided the financial system with settlement balances sufficient to keep the call loan rate below the 3-month treasury bill

Call loan and 3-month treasury bill rates



rate, in order to avoid adding pressure to money market rates generally. When rates were higher than intended, the Bank bought bills outright in the market or, more usually, eased the cost of financing directly through special purchase and resale agreements (SPRA) – offering to buy treasury bills from designated investment dealers and banks and to sell them back the next business day – at a rate of the Bank's choosing.

In the autumn, domestic financial markets experienced a period of extreme volatility. Bouts of weakness of the Canadian dollar in the currency markets during September and again in November prompted abrupt swings in short-term interest rates. As market rates initially adjusted sharply upwards, the Bank acted to ratify the higher levels. At times, however, the extremely unsettled nature of the market meant that the interaction between the Bank's actions and the market was less smooth

than normal. To encourage steadiness and help the market find viable trading ranges, the Bank adjusted the supply of settlement balances, adding temporary liquidity when necessary. To provide further guidance for overnight rates, the Bank through this period also made limited use of SRA and SPRA offerings.

Late in the year, financial markets responded to a more stable Canadian dollar by aggressively pushing for lower interest rates. The Bank acted to moderate this downward movement in interest rates, by raising the overnight rate above the 3-month treasury bill rate and, at times, by selling treasury bills into the market. These operations were designed to ensure that the declines in interest rates would be measured and thus sustainable. Details of the Bank's open market operations throughout the year are provided in Table 1.

In 1992 the Bank made purchases, net of maturities, of \$32.7 billion of newly issued treasury bills. Its purchases were used primarily in subsequent open market sales, although it also sold over \$5.0 billion to clients (central banks, Government of Canada accounts and international agencies). After account is taken of net sales in the market for monetary policy purposes, the Bank's holdings of bills increased by more than \$1.5 billion during the year. These assets were acquired in the main as the counterpart to the increase in the Bank's liabilities for bank notes.

In June 1992 the proclamation of the new financial legislation led to minor modifications of the monetary policy operating framework that had been set up in November 1991. The primary reserve requirements of the chartered banks, which are being phased out over a period of two years, must now be satisfied over the same month-long period used for calculating settlement balances. Direct clearers usually meet cumulative end-of-period deficiencies by taking the option of paying a fee rather than by taking an advance. Information on the operation of the settlement balance system is provided in Table 2.

Table 1
Bank of Canada transactions

Millions of dollars unless otherwise indicated

	Sale and repurchase agreements (SRA)		Special purchase and resale agreements (SPRA)		Purchase and resale agreements (PRA) ¹		Treasury bills ²		
	Number of days offered	Average amount outstanding ³	Number of days offered	Average amount outstanding ³	Number of days	Average amount outstanding ³	Market sales ⁴	Market purchases ⁴	Purchases at tender net of maturities and of transactions with clients
1992									
January	1	11.4	3	45.5	14	153.6	2,363.0	321.0	2,328.2
February	2	17.8	1	21.0	5	29.2	0.0	0.0	429.9
March	5	29.5	4	61.6	2	8.7	764.0	409.0	996.6
April	4	109.5	4	92.6	3	26.9	2,555.0	385.0	863.2
May	3	71.3	0	0.0	4	42.8	2,960.0	0.0	2,695.1
June	0	0.0	0	0.0	11	107.0	3,595.0	0.0	4,164.6
July	0	0.0	3	29.5	21	224.5	2,597.0	1,176.5	3,529.6
August	1	1.2	2	75.0	13	110.7	2,417.0	882.0	1,335.5
September	2	0.0	3	80.2	5	68.7	516.0	0.0	2,044.0
October	1	0.0	1	50.5	13	170.7	4,607.0	0.0	1,427.4
November	4	74.5	1	38.0	9	126.2	2,490.0	0.0	3,135.7
December	3	14.3	2	10.7	10	91.8	4,712.0	294.0	4,699.7
1993									
January	2	10.0	0	0.0	7	87.5	3,956.4	52.4	2,856.2

1. PRA is a form of financing available to investment dealer jobbers at their initiative at Bank Rate and up to a predetermined limit.

2. Par value.

3. Average based on the number of clearing days.

4. Exclude purchases at tender and transactions with clients. Include portfolio-related switches of bills with money market participants.

Table 2
Settlement balances, advances and overdrafts

Millions of dollars unless otherwise indicated

		End-of-period computed settlement balances ¹		Average overdraft loans to direct clearers ⁵	Reserve advances to chartered banks ²	
		Excess cumulative ³	Cumulative deficiency ⁴		I	II
1991	Dec. 16 –					
1992	Jan. 15	625	118	135	715	650
	Jan. 16 –					
	Feb. 16	465	521	141	553	483
	Feb. 17 –					
	Mar. 15	2,367	216	79	286	201
	Mar. 16 –					
	Apr. 15	1,945	174	123	108	0
	Apr. 16 –					
	May 18	2,270	504	102	611	773
	May 19 –					
	June 15	– 435	635	135	560	992
	June 16 –					
	July 15	– 1,175	1,344	216		
	July 16 –					
	Aug. 19	– 1,228	1,344	139		
	Aug. 20 –					
	Sept. 16	360	718	176		
	Sept. 17 –					
	Oct. 21	– 394	1,349	172		
	Oct. 22 –					
	Nov. 18	1,950	350	202		
	Nov. 19 –					
	Dec. 16	1,234	101	151		
	Dec. 17 –					
1993	Jan. 20	– 1,964	2,297	238		
	Jan. 21 –					
	Feb. 17	– 421	1,821	262		

1. Before the effective date of the new Bank Act changes, the calculation period spanned two reserve-averaging periods. Beginning with the 16 June period, the calculation period became four or five weeks ending the third Wednesday of the calendar month.
2. Until 15 June, reserve requirements continued to be met over two half-monthly averaging periods and advances taken to meet reserve requirements counted towards calculation period requirements. Beginning 16 June, reserve requirements are automatically met when calculation period requirements are satisfied.
3. The cumulative amount by which the direct clearers in total exceed their required deposits at the Bank of Canada (for banks) or zero (for non-banks) over the calculation period.
4. The total of the amount by which those direct clearers with negative excess cumulatives fell short of their required deposits at the Bank of Canada (for banks) or zero (for non-banks) over the calculation period. The deficiency must be covered with either an advance or payment of a fee in lieu of an advance.
5. Average based on the number of clearing days.

BANK OF CANADA ACTIVITIES

The Bank of Canada operates under the management of a Board of Directors. The Board approves the objectives, plans and budget for the Bank and in general seeks to ensure that the Bank's functions are carried out effectively and economically.

The Bank of Canada Act prescribes four major functions for the Bank: monetary policy, banking activities, bank note issue, and management of Government of Canada debt. To fulfil adequately these functions the Bank has to operate with a medium-term orientation. Consequently, the Bank's planning has a medium-term focus.

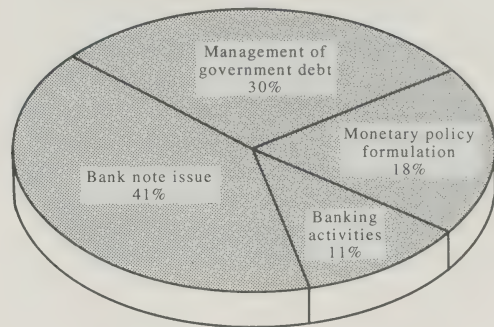
In the area of monetary policy, targets for the reduction of inflation over the 1991 to 1995 period were jointly announced by the Bank of Canada and the Government of Canada in February 1991. Progress towards this objective is discussed in the General Observations section of this report and in the section dealing with economic activity and inflation.

As regards bank notes, the Bank is in the midst of an investment program to replace outdated equipment and to construct automated note-processing centres in Montreal and Toronto. This will improve the efficiency of bank note handling. The extensive commitments to the research and development associated with the new series of bank notes first introduced in 1986 will be completed with the introduction in 1993 of a \$20 note incorporating the Optical Security Device.

The Bank's medium-term plan involves the gradual replacement of the automated systems supporting its banking and government debt operations in order to take advantage of the greater efficiency and flexibility of new technology.

The activities in 1992 relating to each of the Bank's major functions are reviewed in more detail below. The functional allocation of the Bank's net operating costs for 1992 of \$202 million is illustrated in the following chart.

Operating costs by function



Monetary policy formulation

Monetary policy formulation involves seeing to it that monetary expansion is consistent with achieving price stability over time. In making judgments about the associated monetary conditions, the Bank assesses financial and economic developments in Canada and abroad. This process involves the examination of economic and financial statistics along with meetings with industry associations and individual companies, liaison with financial market participants, and a wide range of other contacts across the country.

As part of its involvement in international financial matters the Bank participates in international meetings, including those of the finance ministers and central bank governors of the Group of Seven countries (the G-7), the Organisation for Economic Co-operation and Development, the Bank for International Settlements and the International Monetary Fund (IMF).

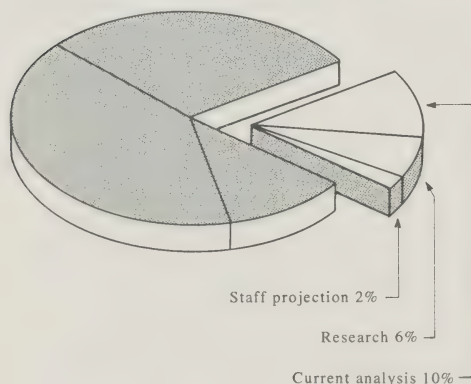
On the basis of information gathered from both domestic and international sources, supplemented by studies on how the economy works, economists at the Bank prepare analyses and projections of economic and financial

developments. These are used in making decisions about the conduct of monetary policy.

Senior staff also discuss policy issues and progress in meeting objectives with a variety of groups in Canada. In 1992, officers of the Bank met frequently with academics, interest groups, industry and financial groups, and provincial officials across the country, exchanging information on the state of the national and regional economies. The directors of the Bank were active in organizing meetings in the various regions of the country. The Governor participated in meetings across the country, gave a number of public speeches and appeared on three occasions before parliamentary committees.

The Bank provides technical assistance, typically under the auspices of the IMF, to central banks in developing countries, Eastern Europe and the republics of the former Soviet Union. In 1992 Bank staff provided such assistance in nine countries.

Allocation of operating costs related to monetary policy formulation



Banking activities

The Bank undertakes a number of banking activities relating to the implementation of monetary policy and the provision of financial services to the Government of Canada and other clients.

Market operations

Market operations related to the conduct of monetary policy have been described in detail in an earlier section of this report.

Using the resources of the Exchange Fund Account (EFA) and acting on behalf of the Minister of Finance, the Bank of Canada intervenes in the foreign exchange market to help maintain orderly conditions in the market and to mitigate fluctuations in the value of the Canadian dollar. Intervention generally involves purchases or sales of U.S. dollars in exchange for Canadian dollars, but can also take place in German marks or Japanese yen.

During 1992, Canada's official reserves declined from U.S.\$16.9 billion to U.S.\$11.9 billion. The impact on these reserves of the foreign exchange operations undertaken to moderate the movements in the external value of the Canadian dollar over the year was partially offset by U.S.\$2.0 billion of maturing EFA cash management swaps, a net increase in reserves of U.S.\$0.9 billion attributable to the sale of 3 million ounces of gold and the addition of U.S.\$0.7 billion resulting from the reactivation of the Canada Bills program in the U.S. market.

In addition to undertaking foreign exchange and gold transactions, the Bank of Canada manages the portfolio of reserve assets held by the Exchange Fund Account. To enhance the efficiency of these activities, the Bank plans to replace some of the automated and manual systems used in the execution, recording and management of currency and gold operations.

Administration of accounts

In conjunction with the Department of Finance, the Bank actively manages the government's cash balances in order to minimize the cost of the government's liquidity and debt-service requirements. The regular weekly treasury bill tender varied in 1992 between \$5.1 billion and \$7.8 billion, depending on cash needs.¹ In addition, there were 21 issues of cash management treasury bills (with original terms

¹ In late November 1992, the normal day for the treasury bill tender was changed from Thursday to Tuesday. This initiative was taken, after discussions with the investment community, to improve the efficiency of the market for treasury bills.

ranging from 17 to 46 days), totalling \$28.0 billion, compared with 11 issues totalling \$13.5 billion in 1991. Moreover, in 1992 the Exchange Fund Account swapped some of its foreign currency assets with Canadian banks for Canadian dollars for terms of 3 to 92 days.

In order to limit the government's demand deposit balances to the minimum cushion necessary for implementing monetary policy and for government payments, cash balances in excess of daily requirements were auctioned to direct clearers for specific terms of one to ten days; the daily amount outstanding of such term balances averaged \$2.0 billion in 1992, and ranged up to \$6.8 billion. Shares of demand deposits were auctioned to the direct clearers twice a month until August, and then once a week following changes to the government's banking arrangements with the directly clearing members of the Canadian Payments Association.

The Bank of Canada also maintains deposit accounts for 57 foreign central banks, thereby facilitating the official transactions that these banks or their governments may have in Canadian dollars. In 1991, the Bank of Canada entered into an agreement with the central bank of Mexico that provided for establishment of a reciprocal stand-by currency facility and for regular consultations on financial and economic matters. The first of these consultations took place in Ottawa in September 1992. There have been no drawings on the facility. A similar facility has been in place with the U.S. Federal Reserve Bank of New York since 1962.

Other banking activities

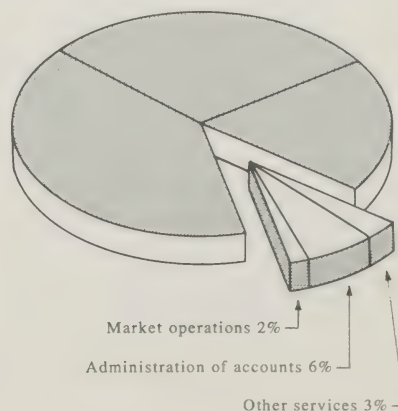
The Bank of Canada acts as registrar of Notices of Intention by the chartered banks to take security for loans, in the form of certain classes of equipment and inventory, under the Bank Act. In order to recover associated costs, the fees charged by the Bank for these services were increased at the beginning of June 1992, with proclamation of the new Bank Act. As well, unclaimed balances at chartered banks are transferred to the Bank for custody after being inactive for ten years. The records of these balances may be reviewed by the public free of charge at any Bank of Canada Agency.

The Bank plays an advisory role with respect to the regulation and supervision of financial institutions. To ensure close co-

ordination between the Bank's lender of last resort responsibility and the supervisory activities of the Office of the Superintendent of Financial Institutions, the Governor is an ex officio member of the Financial Institutions Supervisory Committee, chaired by the Superintendent. The Governor is also an ex officio member of the Board of Directors of the Canada Deposit Insurance Corporation.

To improve the soundness and efficiency of Canada's clearing and settlement systems and to meet its own operating requirements, the Bank is involved in a number of areas. It is working with other members of the Canadian Payments Association in an examination of proposals for a large-value transfer system and with the Canadian Depository for Securities (CDS) in the development of the Debt Clearing Service (DCS) to handle the clearing and settlement of bond and money market securities transactions. With the conclusion of an agreement in principle on the risk-proofing of the government bonds segment of the DCS, preparations for the implementation of this first phase of the DCS were recently announced by CDS. Subject to successful completion of the implementation arrangements, the new system for clearing and settling Government of Canada marketable bonds is expected to begin operation in the autumn of 1993. The Bank is also a member of committees working to implement in

Allocation of operating costs related to banking activities



Canada the recommendations of the report of the Group of Thirty on internationally consistent standards for clearing and settling securities transactions. As well, it is involved in discussions with financial institutions concerning a multilateral foreign exchange netting mechanism.

Bank note issue

Notes are issued by the Bank to meet the public's demand for additional notes and to replace worn notes taken out of circulation. Besides issuing new notes, the Bank reissues used notes still fit for circulation that have been returned by financial institutions finding themselves with excess holdings. At the end of 1992, the value of notes in circulation amounted to \$25.6 billion, over 90 per cent of the Bank of Canada's total liabilities.

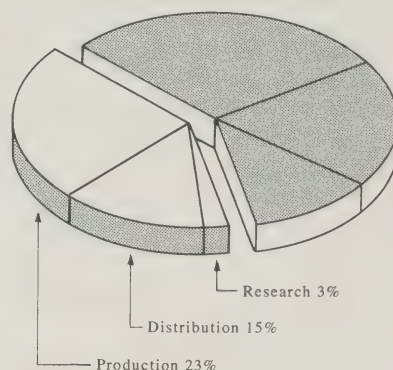
Over 4.6 billion notes were processed by the Bank in 1992 at its Agencies across the country, a slight increase from the previous year. This volume reflects withdrawals of notes by financial institutions and the return of used notes to the Bank by those institutions.

Note processing is heaviest at the Montreal and Toronto Agencies, each of which has accounted for over one-quarter of the total in recent years. Since the present facilities were built, in 1950 in Montreal and in 1958 in Toronto, the volume of bank notes processed in each of these centres has increased about tenfold. In order to handle work volumes more efficiently, the Bank is constructing new cash-processing centres outside the financial district in both Montreal and Toronto. These centres will use newer technology that will improve productivity. The Montreal facility is nearing completion. It is scheduled to start operations in the spring of 1993 and to become fully operational later in the year. The Toronto facility, now under construction, is scheduled to be fully operational in the summer of 1994.

As part of its program to deter counterfeiting, the Bank has acquired additional equipment to produce its Optical Security Device (OSD) and to apply it to bank notes. This equipment is required to incorporate the OSD on the new \$20 note, the last in the new series of notes. The \$20 note is the most heavily used Canadian note, and the number of new \$20 notes

withdrawn by financial institutions each year is more than three times that of all of the higher-denomination notes to which the OSD is already applied. New \$50 and \$100 notes incorporating the OSD were introduced in 1989 and 1990, and a new \$1,000 note with the OSD was first issued in May 1992.

Allocation of operating costs related to bank note issue

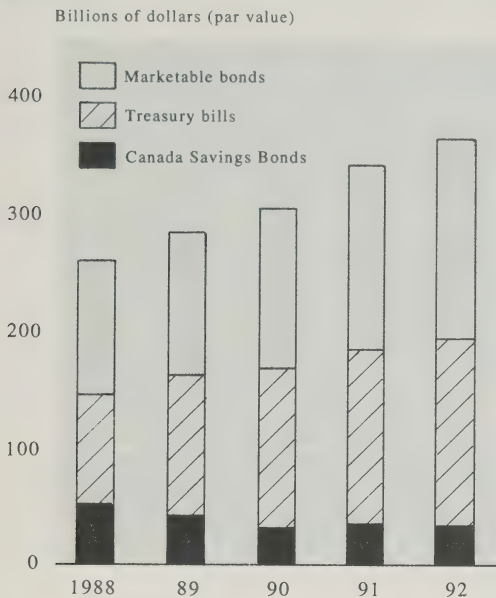


Management of Government of Canada debt

As statutory fiscal agent for the government, the Bank of Canada acts as adviser and administrator for new debt issues and is responsible for servicing and eventually redeeming outstanding debt. In 1992, the government's Canadian dollar market debt outstanding – marketable bonds, treasury bills and Canada Savings Bonds (CSBs) – increased by \$25.8 billion to \$366.5 billion.² The government's foreign currency debt in Canadian dollar terms increased to \$3.8 billion from \$3.6 billion. The increase in the Canadian dollar value of this debt, resulting from the decline in the external value of the Canadian dollar and the reactivation in December of the government's program of

² The government's total debt in Canadian dollars includes non-market debt held by Government of Canada accounts, almost all of it by superannuation accounts.

Outstanding stock of Canadian dollar market debt



short-term borrowings denominated in U.S. dollars, more than offset the paydown of maturing bond issues.

Over one-half of the increase in outstanding Canadian dollar market debt was in the form of marketable bonds, which rose to 47 per cent of the total. In April the government advised the market that all regular issues of marketable bonds would in future be sold at auction, completing a process begun in 1983. A second issue of Real Return Bonds, whose nominal return is linked to the consumer price index, was also placed in 1992. This \$500 million issue brought the amount outstanding of such bonds to \$1.2 billion.

The proportion of outstanding domestic market debt in the form of treasury bills increased slightly in 1992, to 43.5 per cent. The average term of the marketable portion of the outstanding domestic debt (bonds and treasury bills) remained unchanged at 4 years and 5 months. The proportion of the Canadian dollar market debt on which interest rates are adjusted within a year (including \$7.1 billion of Canadian dollar interest rate swaps outstanding at the end of 1992) increased slightly during the year to 60 per cent.

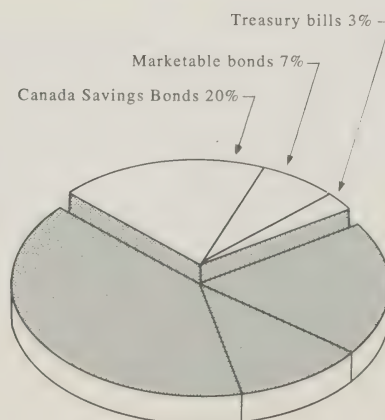
The amount of Canada Savings Bonds outstanding declined by \$0.9 billion in 1992. Gross sales of the new issue of CSBs were \$9.2 billion compared with \$9.6 billion in 1991. The proportion of outstanding domestic market debt in the form of CSBs decreased for the fifth consecutive year, to 9.5 per cent from 23.4 per cent in 1987.

The Bank is responsible for the integrity of the domestic public debt records and for the accuracy and efficiency of the payments it makes on behalf of the government for interest and debt redemption. The volume of processing involved in administering the debt increased in 1992, following two years of decline, as a result of activity related to servicing CSBs.

CSBs account for about three-quarters of the total processing volume each year. The increase in servicing activity in 1992 mainly reflected the first full-year effect of a requirement, starting with the 1990 series, that the Bank begin reporting to CSB holders accrued interest income each year on compound interest bonds. Most of the reports for 1991 were not processed until early 1992. Activity related to the issue of new CSBs declined, reflecting lower sales in 1992.

Processing related to marketable bonds has been decreasing for the past three years, mainly reflecting the inclusion of these bonds in the computerized clearing and settlement

Allocation of operating costs related to management of government debt



systems of the Canadian Depository for Securities. As a result of this initiative, there has been a substantial reduction in the number of certificates processed and a consolidation of interest payments.

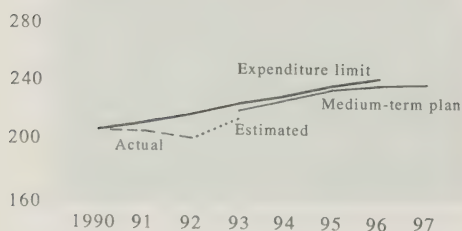
The Bank has developed an automated register for marketable bonds to replace the former paper-based system. This change provides a more effective and secure processing environment than is possible with a manual system. The Bank is also considering options to redevelop the automated CSB systems so as to provide for increased flexibility and better service to bondholders.

Operating expenses

The medium-term plan, updated and approved each year by the Board of Directors of the Bank, sets the framework for the Bank's activities and annual operating expenses. In the period to 1996 the plan incorporates an expenditure limit that restricts the average growth in operating expenses to no more than the average rate of inflation contained in the inflation-reduction targets. A reduction in the Bank's expenditures from 1990 to 1992 provides some room within this expenditure limit to accommodate the major planned initiatives, mentioned earlier, that are required for the Bank to fulfil its responsibilities in the period ahead.

Net operating expenses

Millions of dollars



1992 expenses

The Bank's operating expenses, net of costs recovered, were less in 1992 than in 1991. The composition of these expenses is shown in the following table.

Net operating expenses

(Millions of dollars)

	1992	1991
Staff expenses	\$97.6	\$97.5
Bank note costs	35.8	41.7
Other expenses	48.4	49.2
Depreciation	19.8	17.2
	<u>\$201.6</u>	<u>\$205.6</u>

Staff expenses were little changed in 1992. Salary expenditures declined as pay scales were held unchanged and staff years employed were reduced by 3 per cent. However, the cost of pension and insurance plans rose.

Bank note costs declined by 14 per cent in 1992, mostly reflecting a decrease in production of new notes. The savings were associated in part with enhancements to automated note-processing equipment and steps to reduce the average inventory of notes on hand. A partial offset to these savings came from the additional depreciation associated with the purchase of equipment for the production of the new \$20 note.

1993 estimated expenses

While the Bank's pay scales for 1993 remain unchanged, provision has been made for introducing a new job evaluation system designed to ensure equal pay for work of equal value, in line with the Canadian Human Rights Act. Bank note costs are expected to be held close to the 1992 level. Other expenses, however, will increase, mainly as a result of the start-up of operations at the new Montreal operations centre. Completing the facility in Montreal will mean a substantial increase in depreciation expense.

FINANCIAL STATEMENTS

AUDITORS OF THE BANK OF CANADA
VERIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA

C.P. 813, SUCCURSALE B

OTTAWA, CANADA
K1P 5P9

P.O. BOX 813, STATION B

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ

PEAT MARWICK THORNE

AUDITORS' REPORT

We have audited the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1992 and the statement of revenue and expense for the year then ended. These financial statements are the responsibility of the Bank's management. Our responsibility is to express an opinion on these financial statements based on our audit.

We conducted our audit in accordance with generally accepted auditing standards. Those standards require that we plan and perform an audit to obtain reasonable assurance whether the financial statements are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the financial statements. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall financial statement presentation.

In our opinion, these financial statements present fairly, in all material respects, the financial position of the Bank as at December 31, 1992 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies applied on a basis consistent with the preceding year.

Raymond, Chabot, Martin, Paré

Peat Marwick Thorne

Chartered Accountants
Ottawa, Canada
January 22, 1993

Bank of Canada

Statement of revenue and expense

Year ended 31 December 1992
(with comparative figures for 1991)

	1992	1991
	Millions of dollars	
REVENUE:		
Revenue from investments, net of interest paid on deposits of \$26.7 (\$39.0 in 1991)	<u>\$2,007.5</u>	<u>\$2,324.4</u>
OPERATING EXPENSES:		
Staff expenses (note 2):		
Salaries	\$ 78.3	\$ 80.2
Contributions to pension and insurance funds	13.7	11.8
Travel and staff transfers	2.7	2.7
Other staff expenses	<u>2.9</u>	<u>2.8</u>
	97.6	97.5
Bank note costs	35.8	41.7
Other expenses:		
Premises maintenance – net of rental income	19.9	21.2
Taxes – municipal and business	11.5	10.9
Directors' fees	0.1	0.1
Auditors' fees and expenses	0.6	0.6
Data processing and computer costs	8.3	7.5
Printing of publications	0.7	0.7
Other printing and stationery	1.8	2.0
Postage and express	1.5	1.7
Telecommunications	1.8	1.9
Other expenses – net (note 3)	<u>2.2</u>	<u>2.6</u>
	48.4	49.2
Depreciation on buildings and equipment	<u>19.8</u>	<u>17.2</u>
	201.6	205.6
NET REVENUE PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	<u>\$1,805.9</u>	<u>\$2,118.8</u>

(See accompanying notes to the financial statements)

Bank of Canada

Statement of assets and liabilities

As at 31 December 1992
(with comparative figures for 1991)

ASSETS	1992	1991
	Millions of dollars	
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	\$ 163.2	\$ 230.7
Other currencies	9.6	6.2
	172.8	236.9
Advances to members of the Canadian Payments Association (note 8) ...	224.5	1,173.9
Investments — at amortized values:		
Treasury bills of Canada	14,393.6	12,819.1
Other securities issued or guaranteed by		
Canada maturing within three years	3,210.1	3,920.1
Other securities issued or guaranteed by		
Canada not maturing within three years	4,763.3	5,356.6
Other investments	4,177.7	3,002.9
	26,544.7	25,098.7
Bank premises (note 4)	233.4	196.6
Other assets	266.2	339.0
	<u>\$27,441.6</u>	<u>\$27,045.1</u>

(See accompanying notes to the financial statements)

LIABILITIES

	1992	1991
	Millions of dollars	
Capital paid up (note 5)	\$ 5.0	\$ 5.0
Rest fund (note 6)	25.0	25.0
Notes in circulation	25,609.2	24,481.4
Deposits:		
Government of Canada	20.1	21.0
Chartered banks	1,116.8	1,617.9
Other members of the Canadian Payments Association	88.8	133.6
Other deposits	512.9	559.4
	<u>1,738.6</u>	<u>2,331.9</u>
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	28.1	95.6
Other liabilities	35.7	106.2
	<u>\$27,441.6</u>	<u>\$27,045.1</u>



Governor, J. W. CROW



Chief Accountant, J.-P. AUBRY

Bank of Canada

Notes to the financial statements

Year ended 31 December 1992

1. Significant accounting policies:

The financial statements of the Bank conform to the disclosure and accounting requirements of the Bank of Canada Act and the Bank's by-laws. The significant accounting policies of the Bank are:

a) Revenues and expenses:

Revenues and expenses are accounted for on the accrual basis except for interest on advances to a bank ordered to be wound up where interest is recorded as received.

b) Investments:

Investments, consisting mainly of Government of Canada treasury bills and bonds, are recorded at cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition are included in revenue.

c) Translation of foreign currencies:

Assets and liabilities in foreign currencies are translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end. Gains and losses from translation of, and transactions in, foreign currencies are included in revenue.

d) Bank premises:

Bank premises, consisting of land, buildings and equipment, are recorded at cost less accumulated depreciation. Depreciation is calculated on the declining balance method using the following annual rates:

Asset	Rate
Buildings	5%
Computer equipment	35%
Other equipment	20%

A full-year of depreciation is charged against assets in the year of acquisition, except for projects in progress which are depreciated from the point of substantial completion. No depreciation is taken on assets in the year of disposal.

e) Pension plan:

Pension plan expense is recorded on the basis of the Bank's contributions. Actuarial surpluses or deficiencies, if any, are amortized over periods not exceeding those provided for by the Pension Benefits Standards Act, 1985, and the regular contributions are adjusted accordingly.

f) Insurance:

The Bank does not insure against direct risks of loss to the Bank, except for potential liabilities to third parties and where there are legal or contractual obligations to carry insurance. Any costs arising from these risks are recorded in the accounts at the time they can be reasonably estimated.

2. Staff expenses:

Wages and benefits of Bank staff engaged in premises maintenance are not included in this category but rather as part of the Premises maintenance expenses.

3. Other expenses - net:

Other expenses - net includes expenses recovered through fees for a variety of services provided by the Bank (\$1.3 million in 1992 and \$.7 million in 1991).

4. Bank premises:

	1992			1991		
	Millions of dollars					
	<u>Cost</u>	<u>Accumulated depreciation</u>	<u>Net book value</u>	<u>Cost</u>	<u>Accumulated depreciation</u>	<u>Net book value</u>
Land and buildings	\$210.6	\$ 82.1	\$128.5	\$174.6	\$ 79.2	\$ 95.4
Computer equipment	40.4	29.8	10.6	43.4	31.7	11.7
Other equipment	95.8	50.3	45.5	68.6	44.2	24.4
	<u>346.8</u>	<u>162.2</u>	<u>184.6</u>	<u>286.6</u>	<u>155.1</u>	<u>131.5</u>
Projects in progress	48.8	—	48.8	65.1	—	65.1
	<u>\$395.6</u>	<u>\$162.2</u>	<u>\$233.4</u>	<u>\$351.7</u>	<u>\$155.1</u>	<u>\$196.6</u>

5. Capital:

The authorized capital of the Bank is \$5.0 million divided into 100,000 shares of the par values of \$50.00 each. The shares are fully paid and in accordance with the Bank of Canada Act have been issued to the Minister of Finance, who is holding them on behalf of Canada.

6. Rest fund:

The rest fund was established by the Bank of Canada Act and represents the general reserve of the Bank. In accordance with the Act, the rest fund was accumulated out of net revenue until it reached the stipulated maximum amount of \$25.0 million in 1955. Subsequently all net revenues have been paid to the Receiver General for Canada.

7. Commitments:

As at 31 December 1992, outstanding commitments under contracts for new buildings and equipment totalled \$29.2 million. These contracts call for payments over the next two years.

8. Legal matters:

Advances include a total of \$29.5 million, unchanged from 1991, provided to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank for which winding-up orders have been issued by the courts. On the basis of the available information, it is the opinion of the Bank of Canada that this amount will be fully repaid from the proceeds of the liquidations.

The Bank of Canada's security for these advances includes the loan portfolios of those institutions. In the case of the Canadian Commercial Bank, the liquidator's conclusion that loans made by the Canadian Commercial Bank in California form part of the Bank of Canada's security has been challenged and this issue is before the courts. In the event of a final legal determination that part of the California loan portfolio is not included in the security, it could result in some adjustment to amounts which have been recorded in income. The information available at the present time is not sufficient to estimate the potential magnitude of such an adjustment.

BOARD OF DIRECTORS

John W. Crow	Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
Gordon G. Thiessen	Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
Jalynn H. Bennett	TORONTO, ONTARIO <i>Member of the Executive Committee</i>
John T. Douglas	NEW GLASGOW, NOVA SCOTIA
William A. Graham	LONDON, ONTARIO
Frederick E. Hyndman	CHARLOTTETOWN, PRINCE EDWARD ISLAND <i>Member of the Executive Committee</i>
Harold W. Lane, QC	SASKATOON, SASKATCHEWAN
James A. MacMurray	SAINT JOHN, NEW BRUNSWICK
James G. Matkin	VANCOUVER, BRITISH COLUMBIA
Nancy Orr-Gaucher	WESTMOUNT, QUEBEC <i>Member of the Executive Committee</i>
Charles Pelletier, FCA	CHARLESBOURG, QUEBEC
Ex officio	
David A. Dodge	Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>

SENIOR OFFICERS

John W. Crow, *Governor*
Gordon G. Thiessen, *Senior Deputy Governor*
Bernard Bonin, *Deputy Governor*
William R. White, *Deputy Governor*
Charles Freedman, *Deputy Governor*
W. Paul Jenkins, *Deputy Governor*
Alvin C. Lamb, *Director of Administration*
Serge Vachon, *Adviser*¹
Tim E. Noël, *Adviser*
Janet Cosier, *Adviser and Auditor*
Frank Faure, *Adviser*
John E. H. Conder, *Adviser*
Pierre Duguay, *Adviser*
L. Theodore Requard, *Secretary*

Associate Advisers
Jacques Clément, *Chief, Securities, Montreal Div.*
Donald R. Stephenson

Securities Department
Vaughn O'Regan, *Chief*
R. Bruce Montador, *Deputy Chief*
Ian D. Clunie, *Chief, Market Analysis and Open Market Operations*
James F. Dingle, *Securities Adviser*²
Patrick E. Demerse, *Securities Adviser*
Stephen L. Harris, *Securities Adviser*
Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Div.*

Research Department
Stephen S. Poloz, *Chief*
Ritha Khemani, *Deputy Chief*
David E. Rose, *Research Adviser*

Department of Monetary and Financial Analysis
David J. Longworth, *Chief*
John G. Selody, *Deputy Chief*
Kevin Clinton, *Research Adviser*
Clyde A. Goodlet, *Research Adviser*

International Department
John D. Murray, *Chief*
Brian P. J. O'Reilly, *Deputy Chief*
Nicholas Close, *Chief, Foreign Exchange Operations*
Paul R. Fenton, *Research Adviser*

Department of Banking Operations
Donald G. M. Bennett, *Chief*
Roy L. Flett, *Associate Chief*
William R. Melbourn, *Deputy Chief*
Gordon B. May, *Deputy Chief*

Public Debt Department
Bonnie J. Schwab, *Chief*

Secretary's Department
L. Theodore Requard, *Secretary*
Guy Thériault, *Deputy Secretary*
DEBT SYSTEMS
James M. McCormack, *Program Co-ordinator*

Automation Services Department
Daniel W. MacDonald, *Chief*
F. J. Bruce Turner, *Deputy Chief*

Personnel Department
George M. Pike, *Chief*
Claude Montambault, *Deputy Chief*

Department of Premises Management
Colin Stephenson, *Chief*
Janet M. McEwan, *Deputy Chief*

Comptroller's Department
Jean-Pierre Aubry, *Comptroller and Chief Accountant*
Frank J. Mahoney, *Deputy Comptroller*

Audit Department
Janet Cosier, *Auditor*
Peter Koppe, *Deputy Auditor*

1. Also Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association
2. Also Deputy Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES

Financial Market Representatives

Securities and International Departments

Montreal

Jacques Clément, *Chief, Montreal Division*

Toronto

Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

D. J. S. Morgan, *Foreign Exchange Adviser*

Vancouver

Mark Zelmer, *Western Canada Representative*

Regional Agents

Department of Banking Operations

Halifax

Robert E. Burgess

Saint John

Kenneth T. McGill

Montreal

J. G. Michel Sabourin

Ottawa

Robert Dupont

Toronto

William G. Percival

Winnipeg

Harry S. Hooper

Regina

Graham L. Page

Calgary

Claude P. Desautels

Vancouver

William H. Watson

REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES

Représentants auprès des
marchés financiers

Départements des Valeurs et des
Relations internationales

Montréal

Jacques Clément, *chef, Bureau de Montréal*

Toronto

Donald R. Cameron, *chef, Bureau de Toronto*

Vancouver

D. J. S. Morgan, *cambiste-conseil*

Ottawa

J. G. Michel Sabourin

Montréal

Kenneth T. McGill

Saint John

Robert E. Burgess

Halifax

Toronto

Robert Dupont

William G. Percival

Winnipeg

Harry S. Hooper

Regina

Graham L. Page

Calgary

Claude P. Desautels

Vancouver

William H. Watson

Département des Opérations bancaires

Agents régionaux

John W. Crow, gouverneur
Gordon G. Thiessen, premier sous-gouverneur
Charles Freedman, sous-gouverneur
W. Paul Jenkins, sous-gouverneur
Alvin C. Lamb, directeur administratif
Frank Faure, conseiller
John E. H. Conder, conseiller
Pierre Duguay, conseiller
L. Theodore Reguard, secrétaire

Département des Opérations bancaires
Donald G. M. Bennett, chef
Roy L. Flett, chef associé
William R. Melbourn, sous-chef
Gordon B. May, sous-chef

Département de la Dette publique
Bonnie J. Schwab, chef

Secrétariat
L. Theodore Reguard, secrétaire
Guy Thériault, sous-secrétaire
James M. McCormack, coordonnateur de programmes

Département de l'Automatisation
Daniel W. MacDonald, chef
F. J. Bruce Turner, sous-chef

Département du Personnel
George M. Pike, chef
Claude Montambault, sous-chef

Département de la Gestion des immeubles
Colin Stephenson, chef
Janet M. McEwan, sous-chef

Département de Contrôle
Jean-Pierre Aubry, contrôleur et chef de la comptabilité
Frank J. Mahoney, sous-contrôleur

Département de la Vérification
Janet Cosier, vérificatrice
Peter Koppe, sous-vérificateur

Conseillers associés
Jacques Clément, chef, Bureau de Montréal (Valeurs)
Donald R. Stephenson

Département des Valeurs
Vaughn O'Regan, chef
R. Bruce Montador, sous-chef

Département des Valeurs
Ian D. Clunie, chef, Analyse du marché des valeurs
et Opérations d'open market

Département des Recherches
James F. Dingle, conseiller en valeurs
Patrick E. Demerise, conseiller en valeurs
Stephen L. Harris, conseiller en valeurs
Donald R. Cameron, chef, Bureau de Toronto

Département des Etudes monétaires et financières
David E. Rose, conseiller en recherches
Stephen S. Poloz, chef
Ritha Khemani, sous-chef

Département des Relations internationales
David J. Longworth, chef
John G. Selody, sous-chef
Kevin Clinton, conseiller en recherches
Clyde A. Goodlet, conseiller en recherches

Département des Relations internationales
John D. Murray, chef
Brian P. J. O'Reilly, sous-chef
Nicholas Close, chef, Opérations sur devises
Paul R. Fenton, conseiller en recherches

1. Egalement président du Conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements
2. Egalement président du Conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements

CONSEIL D'ADMINISTRATION

John W. Crow	Gouverneur
Gordon G. Thiesen	<i>Membre du Comité de direction</i>
Jalynn H. Bennett	Premier sous-gouverneur
John T. Douglas	<i>Membre du Comité de direction</i>
William A. Graham	TORONTO (ONTARIO)
Frederick E. Hyndman	<i>Membre du Comité de direction</i>
Harold W. Lane, c.r.	NEW GLASGOW (NOUVELLE-ÉCOSSE)
James A. MacMurray	LONDON (ONTARIO)
James G. Matkin	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)
Nancy Orr-Gaucher	<i>Membre du Comité de direction</i>
Charles Pelletier, F.C.A.	SASKATOON (SASKATCHEWAN)
Membre d'office	SAINT JOHN (NOUVEAU-BRUNSWICK)
David A. Dodge	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)
	WESTMOUNT (QUÉBEC)
	<i>Membre du Comité de direction</i>
	CHARLESBOURG (QUÉBEC)
	Sous-ministre des Finances
	<i>Membre du Comité de direction</i>

4. Immeubles de la Banque :

En millions de dollars		1992		1991	
Terrains et bâtiments	Coût	210,6	82,1	128,5	174,6
	Amortissement cumulé	40,4	29,8	10,6	43,4
Autre équipement		95,8	50,3	45,5	68,6
		346,8	162,2	184,6	286,6
Projets en cours		48,8	—	48,8	65,1
		395,6	162,2	233,4	351,7
					155,1
					—
					196,6

5. Capital versé :

La Banque a un capital autorisé de 5,0 millions de dollars divisé en 100 000 actions d'une valeur nominale de 50 \$ chacune. Les actions ont été payées intégralement, et, conformément à la Loi sur la Banque du Canada, elles ont été émises au nom du ministre des Finances, qui les détient pour le compte du Canada.

6. Fonds de réserve :

Le fonds de réserve établi en vertu de la Loi sur la Banque du Canada représente la réserve générale de la Banque. Conformément à cette loi, des prélèvements sur le revenu net de la Banque ont été accumulés au fonds de réserve jusqu'à ce qu'il atteigne, en 1955, le montant maximal stipulé, soit 25,0 millions de dollars. Depuis, la totalité du revenu net est versée au Receveur général du Canada.

7. Engagements :

Au 31 décembre 1992, le total des engagements découlant des contrats de construction d'immeubles et d'acquisition d'équipement était de 29,2 millions de dollars. Ces contrats prévoient le versement de ces montants au cours des deux prochaines années.

8. Modalités légales :

Les avances comprennent des prêts d'un montant total de 29,5 millions de dollars (le même chiffre qu'en 1991) consentis à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque, qui ont fait l'objet d'ordonnances judiciaires de liquidation. Sur la foi des renseignements dont elle dispose, la Banque du Canada estime que ce montant sera remboursé intégralement à même le produit des liquidations.

La garantie reçue par la Banque du Canada pour ces avances comprend les portefeuilles de prêts de ces institutions. Dans le cas de la Banque Commerciale du Canada, la conclusion du liquidateur selon laquelle les prêts consentis par la Banque Commerciale du Canada en Californie font partie de la garantie de la Banque du Canada a été contestée, et la question est devant les tribunaux. Si les tribunaux décident en dernière instance qu'une partie du portefeuille des prêts consentis en Californie est exclue de la garantie, il pourrait être nécessaire de redresser les montants qui ont été comptabilisés dans les revenus. À l'heure actuelle, les renseignements disponibles ne permettent pas d'estimer l'ampleur éventuelle de tels redressements.

Banque du Canada

Notes complémentaires aux états financiers

pour l'exercice terminé le 31 décembre 1992

1. Principales conventions comptables :

La présentation des états financiers de la Banque satisfait aux exigences de la *Loi sur la Banque du Canada* et de ses statuts administratifs en matière de comptabilité et de divulgation. Les principales conventions comptables de la Banque sont énumérées ci-dessous :

a) Revenus et dépenses :

Les revenus et les dépenses sont inscrits selon la méthode de la comptabilité d'exercice, à l'exception des intérêts sur les avances consenties à une banque dont la liquidation a été ordonnée, lesquels ne sont inscrits que lorsqu'ils sont perçus.

b) Placements :

Les placements, qui consistent surtout en bons du Trésor et en obligations du gouvernement du Canada, sont inscrits au prix coté et ajusté en fonction de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur réalisation de ces placements sont imputés aux revenus.

c) Conversion des devises étrangères :

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice. Les gains ou les pertes résultant de la conversion des devises étrangères et des opérations sur devises sont imputés aux revenus.

d) Immeubles de la Banque :

Cette catégorie comprend les terrains, les bâtiments et l'équipement, qui sont inscrits à leur coût, moins l'amortissement cumulé. L'amortissement est calculé, selon la méthode du solde dégressif, aux taux annuels suivants :

Actif	Taux
Bâtiments	5 %
Équipement informatique	35 %
Autre équipement	20 %

e) Régime de retraite :

Une année complète d'amortissement est portée au compte des immobilisations durant l'exercice de l'achat, sauf pour les projets en cours, qui sont amortis à compter de l'achèvement intégral. Aucun amortissement n'est porté au compte des immobilisations durant l'exercice où un actif est aliéné.

Les dépenses comptabilisées au titre du Régime de retraite sont les contributions versées par la Banque. Le cas échéant, les surplus ou insuffisances actuariels sont amortis sur des périodes n'excédant pas celles qui sont prescrites par la *Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension*, et les contributions périodiques sont rajustées en conséquence.

f) Assurance :

La Banque ne s'assure pas contre les risques de perte auxquels elle est directement exposée, sauf lorsque sa responsabilité civile envers les tiers est en cause ou qu'une disposition légale ou contractuelle l'y oblige. Les coûts découlant de ces risques sont inscrits aux comptes dès qu'il est possible d'en obtenir une estimation raisonnable.

2. Dépenses de personnel :

Les salaires et avantages sociaux du personnel affecté à l'entretien des immeubles ne sont pas inclus sous cette rubrique mais plutôt avec les dépenses d'entretien des immeubles.

3. Autres dépenses, après recouvrements :

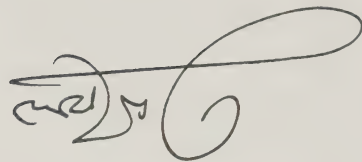
Cette catégorie inclut des sommes recouvrées sous forme de frais pour divers services fournis par la Banque (1,3 million de dollars en 1992 et 0,7 million de dollars en 1991).

PASSIF

En millions de dollars		
1992	1991	
5,0 \$	5,0 \$	Capital versé (note 5)
25,0	25,0	Fonds de réserve (note 6)
25 609,2	24 481,4	Billets en circulation
		Dépôts :
20,1	21,0	Gouvernement du Canada
1 116,8	1 617,9	Banques à charte
		Autres membres de l'Association
88,8	133,6	canadienne des paiements
512,9	559,4	Autres dépôts
1 738,6	2 331,9	Passif payable en devises étrangères :
28,1	95,6	Gouvernement du Canada
35,7	106,2	Autres éléments du passif
27 441,6 \$	27 045,1 \$	



Le comptable en chef, J.-P. AUBREY



Le gouverneur, J. W. CROW

Banque du Canada
Etat de l'actif et du passif
au 31 décembre 1992
(avec chiffres comparatifs pour 1991)

ACTIF		
En millions de dollars		
1992	1991	
Dépôts payables en devises étrangères :		
Devises américaines	163,2 \$	230,7 \$
Autres devises	9,6	6,2
	172,8	236,9
Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements (note 8).....	224,5	1 173,9
Placements — à leurs valeurs amorties :		
Bons du Trésor du Canada	14 393,6	12 819,1
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, échéant dans les trois ans	3 210,1	3 920,1
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans	4 763,3	5 356,6
Autres placements	4 177,7	3 002,9
	26 544,7	25 098,7
Immeubles de la Banque (note 4)	233,4	196,6
Autres éléments de l'actif	266,2	339,0
	27 441,6 \$	27 045,1 \$

(Voir notes complémentaires aux états financiers.)

Banque du Canada
Etat des revenus et dépenses
pour l'exercice terminé le 31 décembre 1992
(avec chiffres comparatifs pour 1991)

	1992	1991
En millions de dollars		
REVENUS :		
Revenus de placements, après déduction des intérêts payés sur les dépôts, soit 26,7 \$ (39,0 \$ en 1991)	2 007,5 \$	2 324,4 \$
DÉPENSES D'EXPLOITATION :		
Dépenses de personnel (note 2) :		
Traitements	78,3	80,2
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance	13,7	11,8
Déplacements et mutations	2,7	2,7
Autres frais de personnel	2,9	2,8
Coût des billets de banque	35,8	41,7
Autres dépenses :		
Entretien des immeubles, après déduction des revenus de location	19,9	21,2
Impôts municipaux et taxes d'affaires	11,5	10,9
Honoraires des administrateurs	0,1	0,1
Honoraires et frais des vérificateurs	0,6	0,6
Informatique et coûts reliés aux ordinateurs	8,3	7,5
Impression des publications	0,7	0,7
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	1,8	2,0
Postes et messageries	1,5	1,7
Télécommunications	1,8	1,9
Autres dépenses, après recouvrements (note 3)	2,2	2,6
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	19,8	49,2
	201,6	205,6
RECEVEUR NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	1 805,9 \$	2 118,8 \$

(Voir notes complémentaires aux états financiers.)

AUDITORS OF THE BANK OF CANADA
VERIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA

C.P. 813, SUCCURSALE B
OTTAWA, CANADA
K1P 5P9
RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ
PEAT MARWICK THORNE

RAPPORT DES VERIFICATEURS

Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1992 ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction de la Banque. Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en nous fondant sur notre vérification.

Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues. Ces normes exigent que la vérification soit planifiée et exécutée de manière à fournir un degré raisonnable de certitude quant à l'absence d'inexactitudes importantes dans les états financiers. La vérification comprend le contrôle par sondages des éléments probants à l'appui des montants et des autres éléments d'information fournis dans les états financiers. Elle comprend également l'évaluation des principes comptables suivis et des estimations importantes faites par la direction, ainsi qu'une appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

A notre avis, ces états financiers présentent fidèlement, à tous égards importants, la situation financière de la Banque au 31 décembre 1992 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

Raymond, Chabot, Martin, Paré

Peat Marwick Thorne

Comptables agréés
Ottawa, Canada
le 22 janvier 1993

personnes employées. Toutefois, les coûts liés aux régimes de pension et d'assurance ont progressé.

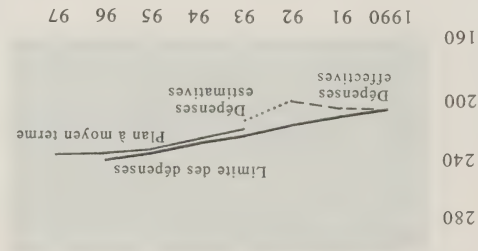
Les coûts relatifs aux billets de banque ont reculé de 14 % en 1992 en raison principalement d'une diminution de la production de billets. Les économies réalisées à ce chapitre ont été rendues possibles grâce, notamment, à la modernisation de l'équipement automatisé de traitement des billets et aux mesures prises en vue de réduire le stock moyen de billets à la Banque du Canada. Ces économies ont été partiellement annulées par des charges d'amortissement additionnelles liées à l'achat d'équipement pour la production des nouveaux billets de 20 dollars.

Les dépenses estimatives pour 1993

Les échelles salariales de la Banque demeurent inchangées pour 1993, mais, afin de se conformer à la *Loi canadienne sur les droits de la personne*, la Banque a prévu des fonds pour la mise en place d'un nouveau système d'évaluation de postes destiné à assurer la parité salariale pour des fonctions équivalentes. Les dépenses relatives aux billets de banque devraient se situer à un niveau comparable à celui de 1992. Toutefois, les « Autres dépenses » augmenteront, principalement en raison de la mise en exploitation du nouveau Centre des opérations de l'Agence de Montréal. L'achèvement de ce centre se traduira par une augmentation substantielle des charges d'amortissement.

Dépenses d'exploitation nettes

En millions de dollars



Les dépenses de 1992

Les dépenses d'exploitation de la Banque, déduction faite des recouvrements, ont été inférieures à celles de 1991. Le tableau ci-après fournit une ventilation de ces dépenses.

Dépenses d'exploitation nettes

(En millions de dollars)

	1992	1991
Dépenses de personnel	97,6	97,5
Coûts des billets de banque	35,8	41,7
Autres dépenses	48,4	49,2
Amortissement	19,8	17,2
	<u>201,6</u>	<u>205,6</u>

Les dépenses de personnel n'ont guère varié en 1992. Les dépenses en salaires ont fléchi, par suite du gel des échelles salariales et de la réduction de 3 % du nombre d'années-

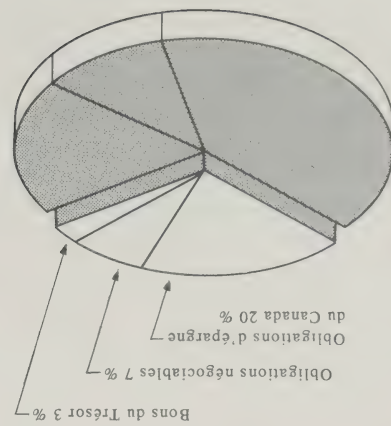
atteindre 43,5 %. L'échéance moyenne de la portion de la dette intérieure constituée de titres négociables (obligations et bons du Trésor) est demeurée de 4 ans et 5 mois. La proportion de l'encours des emprunts sur le marché libellés en dollars canadiens dont les taux sont rajustés dans l'année (y compris des swaps de taux d'intérêt totalisant 7,1 milliards de dollars à la fin de 1992) s'est quelque peu accrue au cours de l'année, pour s'établir à 60 %.

L'encours des obligations d'épargne du Canada a diminué de 900 millions de dollars en 1992. Le produit brut des ventes de la nouvelle émission d'obligations d'épargne du Canada s'est chiffré à 9,2 milliards de dollars, contre 9,6 milliards en 1991. La proportion de l'en-cours des emprunts sur le marché représentée par ces titres a décliné pour la cinquième année d'affilée, passant de 23,4 % en 1987 à 9,5 %.

La Banque est responsable de l'intégrité des registres de la dette publique intérieure, de l'exactitude des montants versés en paiement du principal ou des intérêts et de l'efficacité des méthodes utilisées pour effectuer ces versements au nom du gouvernement. Après avoir baissé pendant deux années de suite, le volume de traitement lié à l'administration de la dette a augmenté en 1992. Cette augmentation est attribuable à l'accroissement de l'ensemble des opérations de traitement relatives aux obligations d'épargne du Canada.

Les trois quarts environ des opérations de traitement effectuées chaque année portent

Répartition des dépenses d'exploitation liées à la gestion de la dette du gouvernement



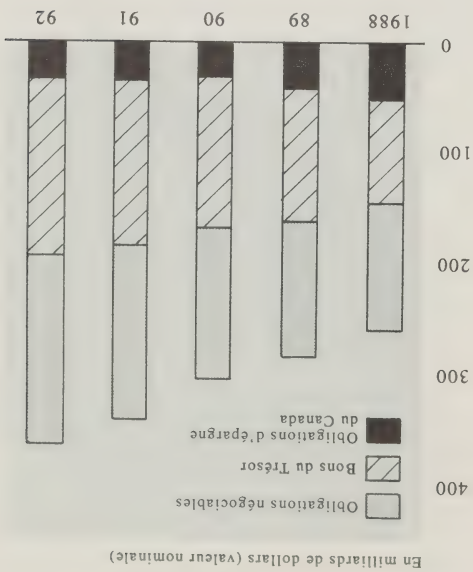
Les dépenses d'exploitation

Le plan à moyen terme, révisé chaque année et approuvé par le Conseil d'administration de la Banque, établit les grandes lignes du programme d'activités et des dépenses annuelles d'exploitation de la Banque. Pour la période se terminant en 1996, le plan limite la croissance moyenne des dépenses d'exploitation au taux moyen d'inflation prévu dans le programme de réduction de l'inflation. Ayant compris ses dépenses de 1990 à 1992, la Banque dispose d'une certaine marge de manœuvre tout en respectant cette limite pour exécuter les principaux projets susmentionnés, qui lui permettront de s'acquitter de ses responsabilités au cours des années à venir.

Le volume des opérations liées au traitement des obligations négociables a diminué au cours des trois dernières années, principalement parce que la majorité de ces titres sont désormais traités dans les systèmes informatisés de compensation et de règlement de la CDS. Cette nouvelle approche a entraîné une réduction substantielle du nombre de certificats traités et un regroupement des paiements d'intérêts.

Pour améliorer l'efficacité et la sécurité des opérations de traitement, la Banque a substitué un registre informatisé à l'ancien registre manuel des obligations négociables du gouvernement. Elle étudie aussi diverses options visant le remplacement des systèmes informatisés relatifs aux obligations d'épargne du Canada afin d'acquies plus de souplesse et d'offrir aux propriétaires un meilleur service.

Encours des emprunts sur le marché libellés en dollars canadiens



canadiens, l'encours des emprunts en monnaies étrangères est passé de 3,6 à 3,8 milliards de dollars. L'augmentation du montant de cette dette en dollars canadiens, due à la dépréciation de notre monnaie et la relance, en décembre, du programme gouvernemental d'émission de titres à court terme libellés en dollars E.-U., a été supérieure à la valeur des remboursements des obligations arrivées à échéance.

Les obligations négociables ont compté pour plus de la moitié de la hausse de l'encours des emprunts sur le marché libellés en dollars canadiens, et leur part dans l'encours de la dette s'est accrue pour atteindre 47 %. En avril, le gouvernement a informé les participants au marché que toutes les émissions régulières d'obligations négociables seraient dorénavant placées par voie d'adjudication, ce qui constitue l'aboutissement du processus amorcé en 1983. Une deuxième émission d'obligations a rendement réel, dont le rendement nominal est lié à l'indice des prix à la consommation, a été placée en 1992. Cette émission, qui se chiffrait à 500 millions de dollars, a porté l'encours de ce type d'emprunt à 1,2 milliard.

La proportion de l'encours des emprunts émis sur le marché intérieur sous forme de bons du Trésor a légèrement augmenté en 1992, pour

Le nombre de billets qui leur est confié annuellement a presque décuplé depuis que les installations existantes ont été construites, soit en 1950 à Montréal et en 1958 à Toronto. Pour mieux traiter les volumes actuels, la Banque fait construire de nouveaux centres de traitement des billets à l'extérieur des quartiers financiers de Montréal et de Toronto. Ces centres permettront d'améliorer la productivité grâce à l'utilisation des toutes nouvelles techniques. Le Centre des opérations de l'Agence de Montréal est presque achevé et devrait ouvrir ses portes au printemps 1993. Il devrait être pleinement opérationnel avant la fin de l'année, et celui de Toronto, dont la construction est en cours, à l'été 1994.

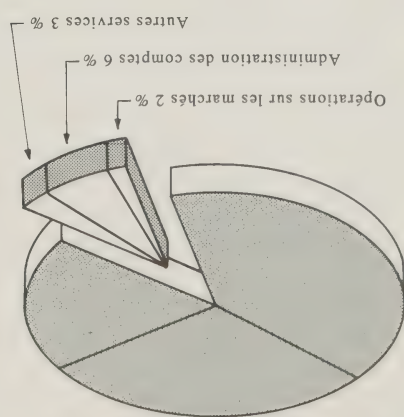
Dans le cadre de son programme visant à décourager la contrefaçon, la Banque a acquis de l'équipement additionnel pour la production de la vignette de sûreté et son application sur le nouveau billet de 20 dollars, le dernier de la nouvelle série de billets. La coupure de 20 dollars est celle qui est la plus largement utilisée au Canada; en effet, les institutions financières prélèvent chaque année au moins trois fois plus de billets neufs de 20 dollars que de toutes les autres coupures d'un montant plus élevé, mises ensemble, auxquelles la vignette est déjà appliquée. Les nouveaux billets de 50 et de 100 dollars à vignette ont été mis en circulation en 1989 et 1990 respectivement, tandis que le nouveau billet de 1 000 dollars à vignette a été émis en mai 1992.

La gestion de la dette du gouvernement canadien

En sa qualité d'agent financier du gouvernement, la Banque du Canada conseille celui-ci et est responsable de la gestion des nouvelles émissions de titres de dette ainsi que des services relatifs aux titres existants et, le moment venu, du remboursement des titres échus. En 1992, l'encours des emprunts d'État en dollars canadiens sur le marché — obligations négociables, bons du Trésor et obligations d'épargne du Canada — a augmenté de 25,8 milliards de dollars pour atteindre 366,5 milliards de dollars². Exprimé en dollars

² L'ensemble de la dette publique en dollars canadiens comprend les émissions hors marché détenues dans les comptes de l'État (en l'occurrence, presque exclusivement dans les comptes de pension de retraite).

Répartition des dépenses d'exploitation liées aux opérations bancaires



du Comité de surveillance des institutions financières, que préside le surintendant. Le gouverneur est également membre d'office du Conseil d'administration de la Société d'assurance-dépôts du Canada.

La Banque participe à différents projets, dans le but d'améliorer la solidité et l'efficacité des systèmes canadiens de compensation et de règlement et de satisfaire à ses propres exigences de fonctionnement. Ainsi, elle collabore avec d'autres membres de l'Association canadienne des paiements à l'étude du projet de mise sur pied d'un système de transfert de paiements de grande valeur; elle travaille aussi, de concert avec la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (CDS), à l'élaboration d'un service de compensation des titres d'emprunt (SECTEM) pour assurer la compensation et le règlement des transactions sur obligations et sur titres du marché monétaire. Une entente de principe sur la limitation des risques dans la portion du SECTEM relative aux obligations du gouvernement ayant été conclue, la CDS a annoncé récemment qu'elle préparerait la mise en œuvre de la première phase de ce service. Si tout se déroule comme prévu, le nouveau système de compensation et de règlement des obligations négociables du gouvernement du Canada devrait pouvoir entrer en service à l'automne 1993. Par ailleurs, la Banque siège à différents comités ayant pour mandat de mettre

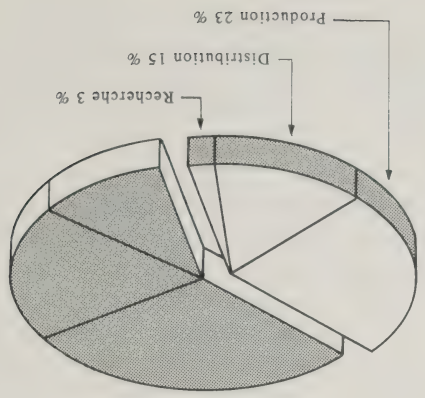
L'émission des billets de banque

La Banque émet des billets pour répondre à l'accroissement de la demande et pour remplacer ceux qui sont devenus impropres à la circulation. La Banque remet aussi en circulation les billets usagés en bon état qui lui ont été retournés par les institutions financières ayant un surplus de numéraire. À la fin de 1992, l'encours des billets se chiffrait à 25,6 milliards de dollars, soit plus de 90 % de l'ensemble du passif de la Banque.

Plus de 4,6 milliards de billets ont été traités en 1992 par les agences de la Banque, qui se trouvent dans les différentes régions du pays. Ce chiffre dénote une légère hausse par rapport à l'année précédente et tient compte à la fois des prélèvements de billets et des dépôts de billets usagés effectués à la Banque par les institutions financières.

Ce sont les agences de Montréal et de Toronto qui traitent les plus grosses quantités de billets, chacune avec plus de 25 % du total de billets manipulés au cours des dernières années.

Répartition des dépenses d'exploitation liées à l'émission des billets de banque



changements se chiffrant à 2,0 milliards de dollars E.-U., l'augmentation nette des réserves de 0,9 milliard de dollars E.-U. attribuable à la vente de 3 millions d'onces d'or et des entrées de 0,7 milliard de dollars E.-U. provenant de la relance du programme d'émission de bons du Canada sur le marché américain.

En plus d'effectuer des opérations sur devises et des opérations sur or, la Banque du Canada gère les réserves du Fonds des changes. Pour accroître son efficacité dans ces domaines d'activité, la Banque compte remplacer un certain nombre des systèmes informatiques et manuels qui servent à exécuter, à enregistrer et à gérer les opérations sur devises et les opérations sur or.

L'administration de comptes de dépôt

La Banque collabore activement avec le ministère des Finances à la gestion de la trésorerie du gouvernement dans le but de réduire les coûts occasionnés par les besoins de liquidités de ce dernier et le service de sa dette. En 1992, les montants mis aux enchères lors des adjudications régulières de bons du Trésor ont varié, d'une semaine à l'autre, de 5,1 à 7,8 milliards de dollars, selon les besoins de liquidités¹. En outre, il y a eu 21 émissions de bons de gestion de trésorerie (assortis à l'origine d'échéances allant de 17 à 46 jours) d'un montant total de 28,0 milliards de dollars, contre onze émissions s'élevant à 13,5 milliards de dollars en 1991. De plus, le Fonds des changes a conclu des accords de réciprocité en 1992 avec des banques canadiennes en vertu desquels une partie de ses avoirs en devises a été échangée contre des dollars canadiens pour des périodes allant de 3 à 92 jours.

Afin que le solde des comptes à vue du gouvernement se maintienne au niveau minimal qu'imposent la mise en œuvre de la politique monétaire et le montant des paiements à effectuer, la portion des liquidités excédant les besoins quotidiens du gouvernement a été mise aux enchères auprès des adhérents de l'Association canadienne des paiements pour des

¹ À la fin de novembre 1992, la journée normale pour l'adjudication des bons du Trésor est passée du jeudi au mardi. Cette décision a été prise, après consultation avec la communauté financière, dans le but de rendre le marché des bons du Trésor plus efficace.

échéances précises allant de un à dix jours; en 1992, l'encours quotidien de ces dépôts à terme, qui a atteint un sommet de 6,8 milliards de dollars, s'est élevé en moyenne à 2,0 milliards de dollars. Des parts des dépôts à vue ont été adjudgées aux adhérents de l'Association canadienne des paiements deux fois par mois jusqu'au mois d'août, puis une fois par semaine par suite de la modification des dispositions bancaires entre le gouvernement et les adhérents. La Banque du Canada gère aussi les comptes de dépôt que 57 banques centrales étrangères tiennent chez elle pour faciliter les opérations officielles que ces banques ou les gouvernements de leurs pays effectuent en dollars canadiens. En 1991, la Banque du Canada a conclu avec la banque centrale du Mexique un accord de réciprocité prévoyant l'octroi d'une ligne de crédit en devises et la tenue de consultations régulières sur des questions financières et économiques. La première de ces consultations a eu lieu à Ottawa, en septembre 1992. La ligne de crédit, pour sa part, n'a pas encore été utilisée. Un accord du même type lie la Banque du Canada et la Banque fédérale de réserve de New York depuis 1962.

Les autres opérations bancaires

En vertu de la *Loi sur les banques*, la Banque du Canada tient les registres de préavis de nantissement de certaines catégories de biens d'équipement ou de stocks de marchandises qui servent à garantir des emprunts contractés auprès des banques à charte. Afin de recouvrer les coûts afférents à ce service, la Banque a procédé à une augmentation de ses tarifs au début du mois de juin 1992, soit au moment où entrait en vigueur la nouvelle *Loi sur les banques*. La Banque garde en outre les soldes non réclamés des comptes tenus dans les banques, lesquels sont transférés chez elle après avoir été inactifs pendant dix ans. Le public peut consulter gratuitement dans chacune des agences le registre de ces soldes.

La Banque joue un rôle de conseiller en matière de réglementation et de surveillance des institutions financières. Afin que soient étroitement coordonnées les opérations qu'effectue la Banque à titre de prêteur en dernier ressort et les activités de surveillance du Bureau du surintendant des institutions financières, le gouverneur est membre d'office

des statistiques économiques et financières, rencontrent les représentants de diverses branches d'activité commerciale et industrielle et de différentes entreprises et entretiennent des rapports avec des participants au marché financier et avec un grand nombre d'autres interlocuteurs partout au pays.

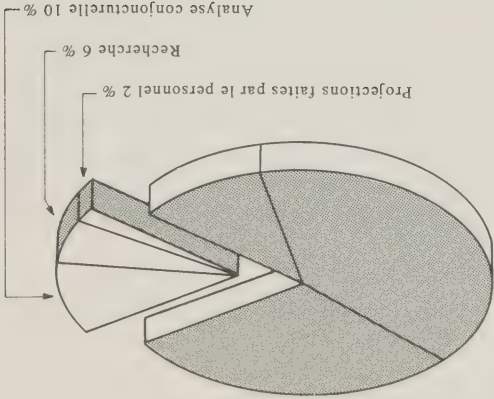
Afin de maintenir son engagement dans les grands dossiers financiers mondiaux, la Banque prend part à des rencontres internationales, notamment aux réunions des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du groupe des Sept, ainsi qu'à celles de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE), de la Banque des Réglements Internationaux (BRI) et du Fonds monétaire international (FMI).

Les économistes de la Banque analysent l'évolution de la conjoncture économique et financière et établissent des projections à partir de données provenant de sources nationales et internationales, données qu'ils complètent par des travaux portant sur le fonctionnement de l'économie. Leurs conclusions alimentent le processus de prise de décisions en matière de politique monétaire.

Par ailleurs, les cadres supérieurs de la Banque rencontrent divers groupes au Canada pour discuter de questions relatives à la politique monétaire et des progrès accomplis dans la réalisation des objectifs visés. En 1992, de nombreuses rencontres se sont ainsi tenues entre des cadres de la Banque et des universitaires, des groupes d'intérêts, des représentants de diverses branches d'activité et du secteur financier et des fonctionnaires provinciaux de tous les coins du pays et ont donné lieu à des échanges de vues sur la situation économique à l'échelle nationale et régionale. En outre, les administrateurs de la Banque ont organisé des réunions dans les diverses régions du pays. Le gouvernement a participé à des rencontres dans différentes provinces, prononcé un bon nombre d'allocutions et a été appelé, à trois reprises, à témoigner devant des comités parlementaires.

La Banque apporte aussi, habituellement sous les auspices du FMI, une aide technique aux banques centrales des pays en développement, des pays de l'Europe de l'Est et des républiques de l'ancienne URSS. En 1992, neuf pays ont ainsi bénéficié de cette aide.

Répartition des dépenses d'exploitation liées à la formulation de la politique monétaire



Les opérations bancaires

La Banque mène différentes opérations bancaires qui concernent la mise en œuvre de la politique monétaire et la prestation de services financiers au gouvernement canadien et à d'autres clients.

Les opérations sur les marchés

Les opérations sur les marchés liées à la conduite de la politique monétaire sont examinées en détail dans une section précédente du présent rapport.

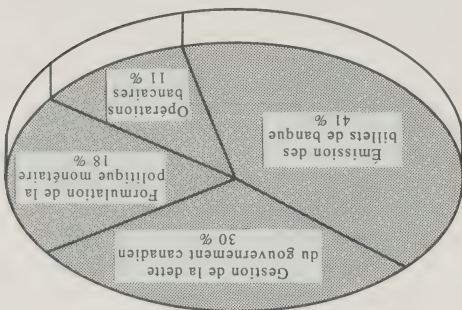
En se servant des ressources du Fonds des changes, la Banque du Canada, au nom du ministre des Finances, intervient sur le marché des changes afin d'assurer le comportement ordonné et d'atténuer les fluctuations du cours du dollar canadien. Ces interventions consistent généralement en des achats ou des ventes de dollars E.-U. contre des dollars canadiens, mais peuvent aussi se faire en marks allemands et en yens.

En 1992, les réserves officielles du Canada ont fléchi, passant de 16,9 à 11,9 milliards de dollars E.-U. L'incidence qu'ont eue sur ces réserves les opérations sur devises visant à modérer les fluctuations de la valeur externe du dollar canadien au cours de l'année a été partiellement compensée par les facteurs suivants : le dénouement d'opérations de swap de gestion de trésorerie du Fonds des

techniques, la Banque prévoit, dans son plan à moyen terme, le remplacement graduel des systèmes automatisés qui sont utilisés pour les services bancaires et la gestion de la dette du gouvernement canadien.

Les activités menées par la Banque en 1992 dans le cadre de ses quatre grandes fonctions sont décrites en détail plus loin. Le graphique ci-après illustre la répartition par fonction des dépenses d'exploitation nettes de la Banque, qui se sont chiffrées à 202 millions de dollars pour l'exercice de 1992.

Répartition des dépenses d'exploitation par fonction



La formulation de la politique monétaire

Dans la formulation de la politique monétaire, la Banque doit veiller à ce que l'expansion monétaire soit compatible avec la réalisation de la stabilité des prix à moyen terme. Le jugement qu'elle porte quant aux conditions monétaires associées à la réalisation de cet objectif se fonde sur une évaluation de la conjoncture économique et financière au Canada et à l'étranger. Pour ce faire, des membres du personnel de la Banque examinent

La Banque du Canada est dirigée par un conseil d'administration, qui en approuve les objectifs, les programmes et le budget et, de façon générale, veille à ce qu'elle obéisse à l'accomplissement de ses fonctions.

La Loi sur la Banque du Canada confère à la Banque quatre grandes fonctions, à savoir la formulation de la politique monétaire, l'exécution de diverses opérations bancaires, l'émission des billets de banque et la gestion de la dette du gouvernement canadien. Pour s'en acquitter de façon adéquate, la Banque se doit d'adopter une perspective à moyen terme dans la conduite de ses opérations; la planification de ses activités est par conséquent axée sur le moyen terme.

Dans le domaine de la politique monétaire, la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont annoncé conjointement, en février 1991, des cibles de réduction de l'inflation pour la période allant de 1991 à 1995. Les progrès accomplis à cet égard sont décrits dans le présent rapport aux sections intitulées « Observations générales » et « L'activité économique et l'inflation au pays ».

Pour ce qui est de l'émission des billets de banque, la Banque est engagée à l'heure actuelle dans un programme d'investissement visant le remplacement de l'équipement devenu désuet et la construction de centres automatisés de traitement des billets à Montréal et à Toronto. Ces investissements ont pour but d'améliorer l'efficacité des opérations de traitement. Les engagements importants contractés par la Banque relativement aux activités de recherche et de développement liées à la nouvelle série de billets de banque, dont la première coupure a été mise en circulation en 1986, prendront fin avec l'émission, en 1993, du nouveau billet de 20 dollars muni de la vignette de sûreté. Afin de tirer parti de l'efficacité et de la souplesse accrues que présentent les nouvelles

Tableau 2
Soldes de règlement, avances et prêts pour découvert
En millions de dollars, sauf indication contraire

Soldes de règlement calculés en fin de période ¹		Solde cumulé ² Déficit excédentaire ³ cumulé ⁴		Moyenne des prêts pour découvert consentis aux adhérents ⁵	I	II
		625	118	135	715	650
		465	521	141	553	483
		2 367	216	79	286	201
		1 945	174	123	108	0
		2 270	504	102	611	773
		- 435	635	135	560	992
		- 1 175	1 344	216		
		- 1 228	1 344	139		
		360	718	176		
		- 394	1 349	172		
		1 950	350	202		
		1 234	101	151		
		- 1 964	2 297	238		
		- 421	1 821	262		

1. Avant l'entrée en vigueur de la nouvelle *Loi sur les banques*, la période de calcul s'étendait sur deux périodes de réserve. Depuis le 16 juin 1992, la période de calcul est de quatre ou cinq semaines et se termine le troisième mercredi du mois civil.

2. Jusqu'au 15 juin, les exigences en matière de réserves étaient toujours remplies sur deux périodes d'un demi-mois, et les avances prises à cette fin étaient comptées dans le calcul des soldes de règlement à maintenir durant la période de calcul. Depuis le 16 juin, une institution honore ses obligations en matière de réserves lorsqu'elle satisfait aux exigences s'appliquant au cours de la période de calcul.

3. Excédent cumulé des soldes de règlement sur leurs dépôts obligatoires à la Banque du Canada (qui sont nuls dans le cas des institutions financières parabancaires) à la fin de la période de calcul

4. Montant total qui manque aux adhérents ayant un solde cumulé excédentaire négatif pour que leur solde de règlement soit égal au montant des dépôts obligatoires à la Banque du Canada (dans le cas des banques) ou pour qu'il soit égal à zéro (dans le cas des institutions financières parabancaires) à la fin de la période de calcul. L'insuffisance du solde doit être compensée par une avance ou le versement d'un droit.

5. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables

Tableau 1
Opérations de la Banque du Canada

En millions de dollars, sauf indication contraire

Cessions en pension	Nombre Encours	de jours moyen ³	où il y a de jours moyen ³	Nombre Encours	de jours moyen ³	Prises en pension ¹	Ventes sur le marché ⁴	Achats sur le marché ⁴	Achats faits aux adjudications nets des montants des titres échus et de ceux des transactions effectuées avec les clients
Prises en									
pension spéciales									
Bons du Trésor ²									

1992	Janvier	1	11,4	3	45,5	14	153,6	2 363,0	321,0	2 328,2
	Février	2	17,8	1	21,0	5	29,2	0,0	0,0	429,9
	Mars	5	29,5	4	61,6	2	8,7	764,0	409,0	996,6
	Avril	4	109,5	4	92,6	3	26,9	2 555,0	385,0	863,2
	Mai	3	71,3	0	0,0	4	42,8	2 960,0	0,0	2 695,1
	Juin	0	0,0	0	0,0	11	107,0	3 595,0	0,0	4 164,6
	Juillet	0	0,0	3	29,5	21	224,5	2 597,0	1 176,5	3 529,6
	Août	1	1,2	2	75,0	13	110,7	2 417,0	882,0	1 335,5
	Septembre	2	0,0	3	80,2	5	68,7	516,0	0,0	2 044,0
	Octobre	1	0,0	1	50,5	13	170,7	4 607,0	0,0	1 427,4
	Novembre	4	74,5	1	38,0	9	126,2	2 490,0	0,0	3 135,7
	Décembre	3	14,3	2	10,7	10	91,8	4 712,0	294,0	4 699,7
1993	Janvier	2	10,0	0	0,0	7	87,5	3 956,4	52,4	2 856,2

1. Les prises en pension représentent une source de financement mise à la disposition des courtiers en valeurs mobilières désignés agents agréés; comprises à l'initiative de ceux-ci, elles sont rémunérées au taux d'escompte, et leur montant ne peut dépasser une limite préétablie.
2. Valeur nominale
3. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables
4. Ne comprennent pas les achats faits aux adjudications ni les transactions effectuées avec les clients. Comprendent les échanges de bons du Trésor effectués avec les participants du marché monétaire aux fins de gestion de portefeuille.

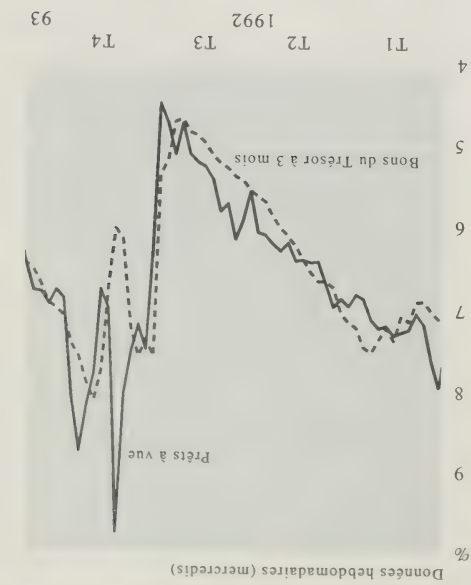
bons du Trésor sur le marché. Ces opérations avaient pour but de faire en sorte que les baisses de taux soient modérées et, par conséquent, durables. Le Tableau 1 fournit une description des diverses opérations d'open market menées par la Banque tout au long de l'année.

En 1992, les achats par la Banque du Canada de bons du Trésor nouvellement émis se sont élevés à 32,7 milliards de dollars, après déduction du montant des émissions échues. Ces achats lui ont servi principalement à effectuer des ventes dans le cadre de ses opérations d'open market, mais elle a aussi vendu pour plus de 5 milliards de dollars de titres à des clients (banques centrales, comptes du gouvernement canadien et organismes internationaux). Une fois pris en compte le montant net des ventes effectuées sur le marché pour les besoins de la conduite de la politique monétaire, le portefeuille de bons du Trésor de la Banque a augmenté de plus de 1,5 milliard de dollars

pendant l'année. Ces actifs ont été acquis dans une large mesure pour faire contrepoids à l'accroissement du passif détenu sous forme de billets de banque.

L'entrée en vigueur, en juin 1992, de la nouvelle législation concernant les institutions financières a donné lieu à certaines modifications mineures du cadre de mise en œuvre de la politique monétaire établi en novembre 1991. Les exigences qui sont imposées aux banques à charte de garder des réserves primaires, et dont l'élimination graduelle sur deux ans est en cours, doivent maintenant être satisfaites pendant la période d'un mois qui sert au calcul des soldes de règlement. Les adhérents choisissent généralement de payer des frais au lieu de prendre une avance en cas de déficits cumulatifs en fin de période. Le Tableau 2 fournit des renseignements sur le fonctionnement du système relatif aux soldes de règlement.

Taux des prêts à vue et des bons du Trésor à 3 mois



dollar canadien sur les marchés des changes en septembre et de nouveau en novembre ont donné lieu à des fluctuations très marquées des taux à court terme. Comme les taux du marché s'étaient déjà fortement ajustés à la hausse, la Banque a pris des mesures entrainant leur mouvement. À certains moments, toutefois, l'interaction entre les interventions de la Banque et le marché a été moins harmonieuse qu'à l'accoutumée, en raison de la très grande instabilité du marché. Afin d'aider ce dernier à se stabiliser et à trouver des fourchettes de variation des cours qui soient viables, la Banque a modifié le volume des encaissements de règlement, injectant des liquidités additionnelles au besoin. Pour guider encore davantage les taux à un jour dans la direction souhaitée, la Banque a procédé, au cours de cette période, à quelques cessions en pension et prises en pension spéciales.

Vers la fin de l'année, le dollar canadien étant devenu plus stable, les marchés financiers ont exercé de vives pressions à la baisse sur les taux d'intérêt. La Banque est intervenue pour tempérer le mouvement de repli des taux d'intérêt en portant le taux du Trésor à trois mois et, à quelques reprises, en vendant des

que la Banque intervienne à quelques reprises en vue de modérer le mouvement de recul des taux et, par conséquent, de faire en sorte que les baisses des taux à court terme soient durables. Aussi le taux des prêts à vue et les autres taux du financement à un jour ont-ils souvent dépassé celui des bons du Trésor à trois mois.

Pour parvenir à resserrer dans une certaine mesure le financement sous forme de prêts à vue, la Banque s'est surtout employée à maintenir le volume global des soldes de règlement que les adhérents de l'Association canadienne des paiements tiennent chez elle en dehors du niveau souhaité par ces derniers. Les adhérents ont donc été moins enclins à accéder du financement à un jour aux courtiers en valeurs mobilières, ce qui a fait augmenter le taux des prêts à vue. Lorsque persistaient des pressions à la baisse excessives sur les taux à court terme, la Banque a vendu des bons du Trésor sur le marché. À l'occasion, la Banque est aussi intervenue pour resserrer directement le marché du financement à un jour en procédant à des cessions en pension – c'est-à-dire en offrant aux banques à charte de leur vendre des bons du Trésor et de les leur racheter le jour ouvrable suivant – à un taux arrêté par elle.

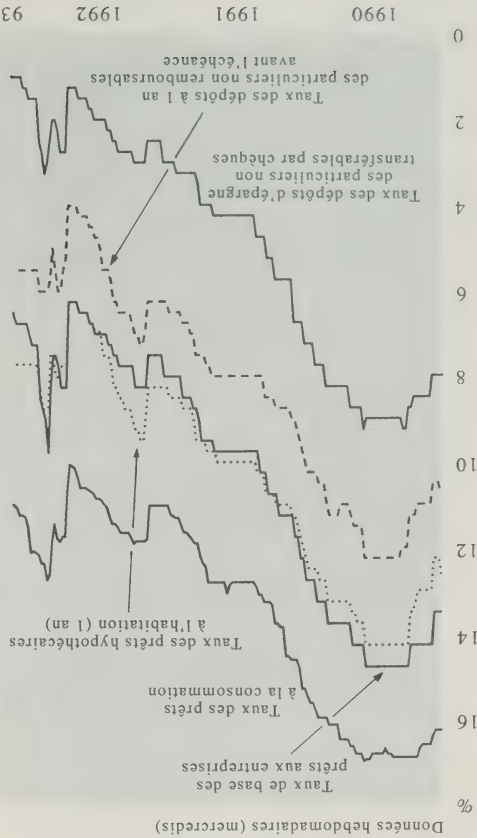
Au cours de février et de mars 1992, les pressions tenaces à la baisse dont le dollar canadien faisait l'objet sur le marché des changes ont entraîné une hausse des taux des titres à court terme libellés en dollars canadiens. Pendant cette période, la Banque a mis à la disposition du système financier un volume d'encaissements de règlement suffisant pour que le taux des prêts à vue se maintienne sous celui des bons du Trésor à trois mois, de manière à prévenir une intensification des pressions sur l'ensemble des taux du marché monétaire. Lorsque les taux à un jour étaient plus élevés que voulu, la Banque a effectué des achats ordinaires de bons du Trésor sur le marché ou, le plus souvent, a abaissé directement le taux du financement à un jour en concluant des prises en pension spéciales – c'est-à-dire en offrant d'acheter des bons du Trésor à des agents agréés (certains courtiers en valeurs mobilières et les banques à charte) pour les leur revendre le jour ouvrable suivant – à un taux fixé par elle.

À l'automne, les marchés financiers intérieurs ont traversé une période de volatilité extrême. Les accès de faiblesse qu'a connus le

Taux de rendement des obligations à long terme des gouvernements canadien et américain



Quelques taux d'intérêt des banques



rendement des obligations et le fait que ceux-ci ont réagi moins fortement que les taux d'intérêt à court terme aux perturbations qui ont secoué les marchés financiers à l'automne sont en partie attribuables à la confiance accrue que les agents économiques entretenaient à l'égard de la stabilité de notre monnaie.

Les taux administrés ont été en moyenne plus bas en 1992 qu'en 1991. Durant toute l'année, leur évolution a généralement suivi celle des taux du marché pour des échéances comparables. Ainsi, même s'ils ont fait un bond à l'automne, ils étaient plus bas à la fin de 1992 qu'à la fin de l'année précédente. Les taux hypothécaires à un an ont diminué de 3/4 de point de pourcentage environ, et les taux à cinq ans, de près d'un demi-point, pour s'établir respectivement à un peu moins de 7 3/4 % et à 9 1/2 %. Le taux de base des prêts bancaires a baissé de 3/4 de point de pourcentage pour se situer à 7 1/4 % à la fin de l'année; par la suite, il a de nouveau perdu 3/4 de point et, à la fin de février 1993, il s'établissait à 6 1/2 %; ces baisses sont dues en partie à la concurrence plus active que se sont livrée les banques.

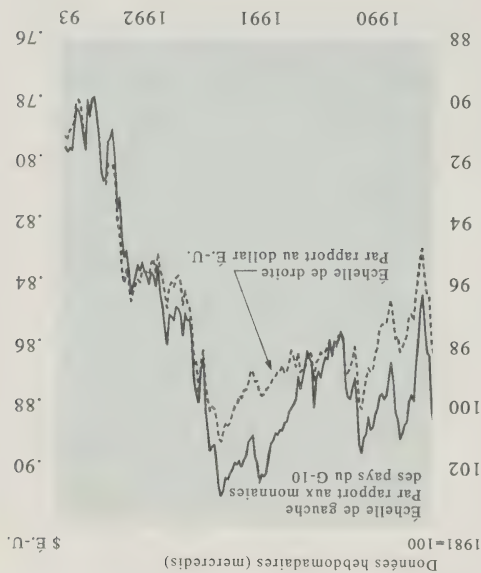
La conduite au jour le jour de la politique monétaire

Le taux que les mesures de politique monétaire de la Banque du Canada influencent le plus directement est celui du financement à un jour. Bien que les décisions prises par la Banque dans le cadre de ses opérations au jour le jour visent surtout à amener ce taux à des niveaux précis, l'intention qui les sous-tend est d'entraîner l'ensemble des conditions monétaires dans une direction qui soit compatible avec l'orientation globalement anti-inflationniste de la politique monétaire. Lorsque les marchés financiers font montre d'une volatilité inhabituelle et que l'incertitude régnant sur les marchés des changes gagne les marchés monétaires, la Banque intervient pour favoriser une plus grande stabilité en aidant les marchés à trouver des fourchettes de variation des cours qui soient viables.

Jusqu'au début de septembre, exception faite d'un intervalle en février et en mars, les marchés ont été dominés par le sentiment que les taux d'intérêt à court terme allaient baisser. Ces attentes ont été assez fortes par moments pour

L'activité économique au pays, le cours du dollar canadien a perdu, en 1992, 9 % par rapport au dollar E.-U. et 8 % par rapport aux monnaies des pays du groupe des Dix selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux. Le gros de cette dépréciation s'est opéré durant les périodes de janvier à mars et de septembre à novembre; le second accès de faiblesse semble s'expliquer, en partie du moins, par les préoccupations associées au référendum sur la Constitution canadienne, au déficit budgétaire et au déficit de la balance courante. Le taux de change du dollar s'est stabilisé en décembre et oscillait entre 77,5 et 80 cents E.-U. au début de 1993.

Taux de change du dollar canadien



Les taux de rendement des obligations canadiennes à long terme, qui avaient diminué de plus de 2 1/2 points de pourcentage par rapport au sommet atteint en 1990, ont encore perdu un demi-point de pourcentage en 1992. L'écart entre ces taux et leurs pendant américains s'est aussi rétréci d'environ un demi-point de pourcentage en 1992, pour s'établir aux alentours d'un point de pourcentage à la fin de l'année. La tendance à la baisse des taux de

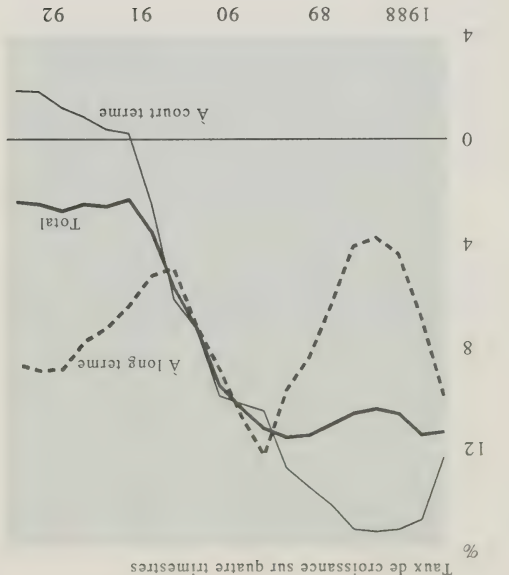
Les conditions monétaires

À la faveur du recul de l'inflation et de la lenteur persistante de l'expansion économique, les conditions monétaires se sont nettement assouplies en 1992. Les taux d'intérêt à court terme ont été en moyenne beaucoup plus bas qu'en 1991, et le cours du dollar canadien a diminué considérablement pendant l'année. Les taux d'intérêt à court terme sont passés de 7 1/2 % au commencement de l'année à 4 3/4 % au début de septembre, maintenant en cela la tendance à la baisse qu'ils affichaient depuis le milieu de 1990. À l'autome, les marchés ont été très volatils, comme le mentionne la première section du présent rapport. Les taux d'intérêt à court terme sont remontés substantiellement pour se fixer à 9 % à un moment où le dollar était soumis à de fortes pressions à la baisse. Ils sont redescendus par la suite, pour s'établir à 7 1/4 % à la fin de 1992 et aux alentours de 6 % à la fin de février 1993. Dans un contexte marqué par le rétrécissement, durant la majeure partie de l'année, de l'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains, par la faiblesse des cours des produits de base et par la longueur de

Taux d'intérêt à court terme au Canada et aux États-Unis



Raïo de l'endettement des entreprises non financières (valeur du marché)



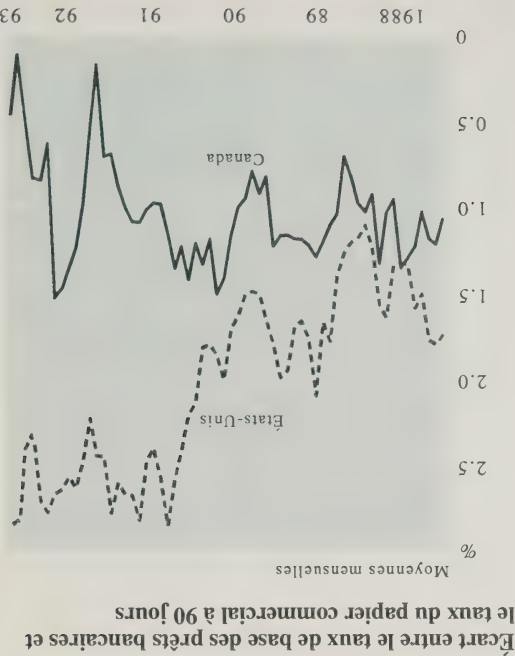
Même si le côté des emprunts à court

termes s'est maintenu bien au-dessous de celui des emprunts à long terme pendant la majeure partie de l'année, les entreprises ont continué de privilégier les crédits à long terme afin de limiter les risques que présente pour elles une interruption de l'accès au financement. Le ratio d'en-

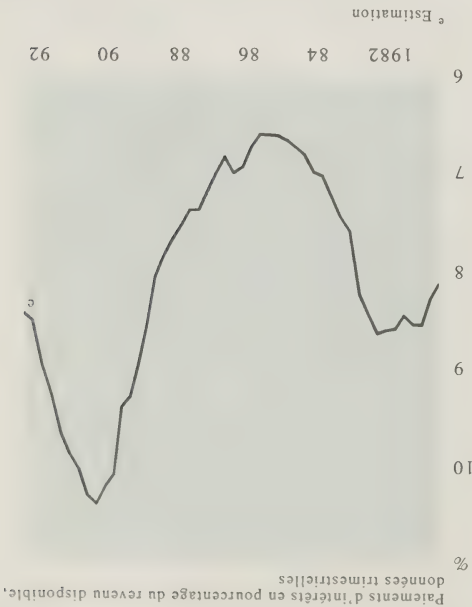
dettement global des entreprises non financières (  la valeur marchande ou à la valeur comptable) n'a guère varié par rapport à 1991.

En raison de la crise qui a frappé la branche commerciale du secteur immobilier, l'offre de crédits s'est considérablement r s e pour les entreprises cherchant à obtenir des prêts garantis par des immeubles commerciaux. En outre, un certain nombre d'institutions financières ont dû constituer des provisions substantielles pour parer aux pertes sur des prêts liés au secteur immobilier.

Néanmoins, les écarts entre le taux de base des prêts aux entreprises et les taux du papier commercial se sont situés à l'intérieur ou en d g  de leurs plages de variation habituelles. De fait, par suite de la vive concurrence que se sont livrée les institutions financières dans le domaine des prêts aux entreprises, ces écarts se sont amenuisés à la fin de 1992 et au début de 1993.



Ratio estimatif du service de la dette des ménages



Données trimestrielles
% Paiements d'intérêts en pourcentage du revenu disponible.

la dette hypothécaire à la valeur marchande estimative du parc immobilier est sur le point de regagner le sommet qu'il avait atteint en 1979.

Enfin, l'augmentation du ratio de financement maximal des prêts hypothécaires assurés par la Société canadienne d'hypothèques et de logement a eu tendance à entraîner un certain accroissement du ratio de financement moyen de l'ensemble de ces prêts.

Dans le compartiment des crédits aux

ménages, la forte croissance des prêts hypothécaires a largement compensé la contraction du crédit à la consommation au cours de 1992; cette évolution a été particulièrement manifeste chez les banques. Elle semble indiquer que les ménages, tirant parti de la valeur nette de leurs maisons, ont accru le montant de leurs emprunts hypothécaires en partie en vue de réduire d'autres types de dettes, qui sont habituellement assortis de taux d'intérêt plus élevés et de périodes de remboursement plus courtes que ne le sont les emprunts hypothécaires.

La croissance des crédits aux entreprises s'est poursuivie en 1992 au rythme d'environ 2 1/2 %, ce qui traduit la faiblesse de l'ensemble des dépenses d'investissement, elle-même liée en grande partie au recul observé dans le secteur de la construction non résidentielle.

Ensemble des crédits aux ménages



Données trimestrielles
% En pourcentage du revenu disponible.

ont dû trouver le fardeau de leurs dettes plus lourd à porter. Et pourtant, un grand nombre de ménages étaient de toute évidence désireux de contracter des emprunts, et les bailleurs de fonds, disposés à les leur accorder, en particulier sous forme de crédit hypothécaire.

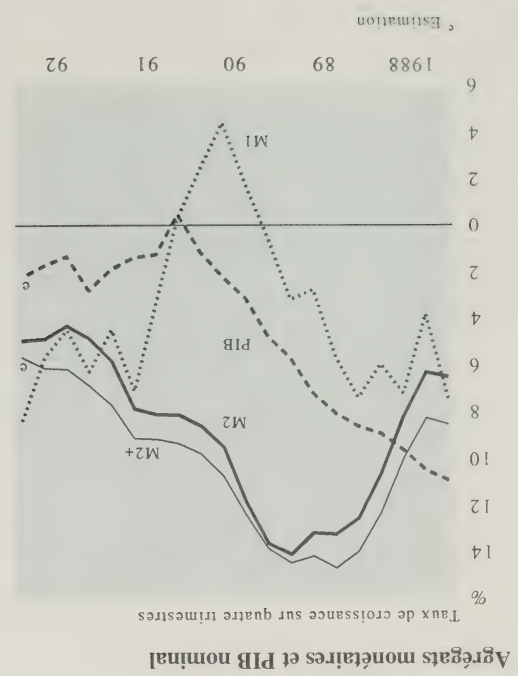
La vigueur soutenue des crédits aux ménages est attribuable à un certain nombre de facteurs. Premièrement, les baisses du loyer de l'argent ont entraîné une diminution appréciable du ratio du service de la dette des ménages et facilité l'accès à la propriété, ce qui a eu pour effet de stimuler l'achat de logements. Deuxièmement, la valeur marchande estimative de l'ensemble des avoirs des ménages a progressé presque au même rythme que leur endettement. Troisièmement, bien que les prix des maisons aient diminué par rapport à leur précédent sommet, les prix de vente restent dans la plupart des cas nettement supérieurs aux montants dont elles étaient antérieurement hypothéquées. En conséquence, les nouveaux emprunts hypothécaires contractés en vue de l'achat de maisons existantes sont susceptibles d'être beaucoup plus élevés en général que les emprunts qu'ils remplacent. De fait, ce n'est que maintenant que le ratio de l'encours de

L'évolution monétaire et financière au pays

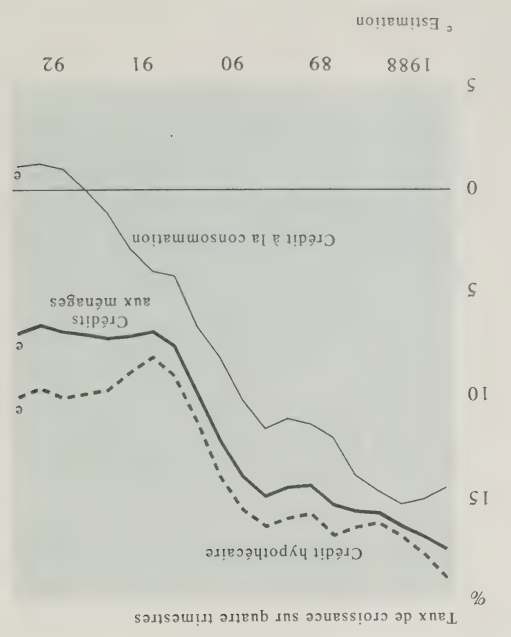
L'évolution des agrégats monétaires et des marchés du crédit

La tendance à la baisse de la croissance des mesures de la monnaie au sens large que sont M2 et M2+ s'est poursuivie en 1992, ce qui donne à penser que la bonne tenue de l'économie au chapitre de l'inflation va se maintenir, puisque les mouvements de ces agrégats ont tendance à devancer ceux des prix. Le rythme de croissance de l'agrégat monétaire au sens étroit M1, le meilleur indicateur monétaire de l'évolution future de l'économie a quant à lui fortement augmenté, autre signe d'un raffermissement de la reprise économique.

La croissance de M2+ s'est ralentie, passant de 7 1/2 % en 1991 à 5 1/2 % en 1992. La décélération a été moins prononcée dans le cas des éléments de M2+ qui constituent M2, la part que les banques détiennent dans l'ensemble des



Ensemble des crédits aux ménages



En 1992, l'expansion de l'ensemble des crédits accordés aux ménages est restée supérieure à celle du revenu disponible, ce qui entraîne une augmentation du ratio d'endettement de ces derniers. Comme l'activité économique était morose, certains emprunteurs n'ont pas pu obtenir de crédits. En 1992, l'expansion de l'ensemble des crédits accordés aux ménages est restée supérieure à celle du revenu disponible, ce qui entraîne une augmentation du ratio d'endettement de ces derniers. Comme l'activité économique était morose, certains emprunteurs n'ont pas pu obtenir de crédits.

La progression de l'agrégat au sens étroit M1 s'est accélérée en 1992, en raison surtout des baisses de taux d'intérêt enregistrées en 1991 et en 1992. Néanmoins, cette accélération a été un peu moins forte que ne le laissaient prévoir les relations statistiques observées dans le passé, en partie parce que les entreprises ont eu davantage recours aux fonds mutuels du marché monétaire pour assurer la gestion de leur trésorerie. Ces fonds sont compris dans M2+, mais sont exclus de M1.

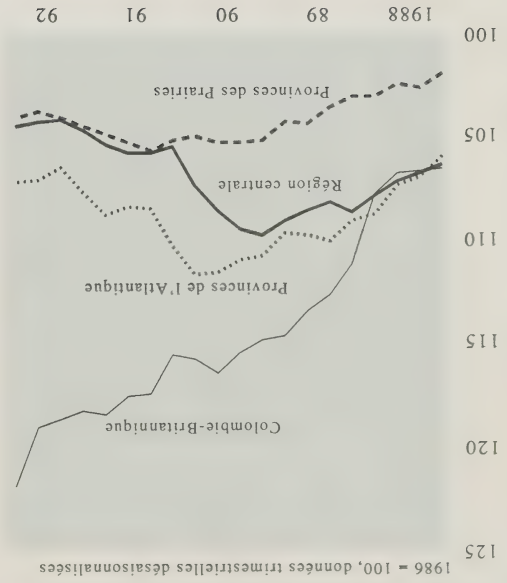
La tendance à la baisse de la croissance des mesures de la monnaie au sens large que sont M2 et M2+ s'est poursuivie en 1992, ce qui donne à penser que la bonne tenue de l'économie au chapitre de l'inflation va se maintenir, puisque les mouvements de ces agrégats ont tendance à devancer ceux des prix. Le rythme de croissance de l'agrégat monétaire au sens étroit M1, le meilleur indicateur monétaire de l'évolution future de l'économie a quant à lui fortement augmenté, autre signe d'un raffermissement de la reprise économique.

La croissance de M2+ s'est ralentie, passant de 7 1/2 % en 1991 à 5 1/2 % en 1992. La décélération a été moins prononcée dans le cas des éléments de M2+ qui constituent M2, la part que les banques détiennent dans l'ensemble des

C'est en Colombie-Britannique que l'activité économique a été la plus dynamique, l'afflux constant de personnes en provenance d'autres provinces ou de l'étranger et la progression régulière de l'emploi ayant stimulé les dépenses de consommation et de logement. La persistance des difficultés dans l'industrie houillère et la faiblesse des prix des métaux et des pâtes et papiers ont constitué des ombres au tableau, mais de fortes hausses tant de la production que du prix du bois d'œuvre ont donné de l'élan à l'économie.

considérable, sous l'impulsion d'une nette croissance des exportations de gaz naturel et, dans une moindre mesure, de pétrole brut. La forte augmentation des prix des bovins ainsi que du nombre de bêtes exportées a fait progresser les recettes agricoles, et l'incidence de la baisse du prix des grains sur les revenus en espèces des agriculteurs a été largement compensée par le relèvement des paiements versés dans le cadre des programmes gouvernementaux destinés au secteur agricole. Enfin, la production d'uranium et de potasse a connu une augmentation notable.

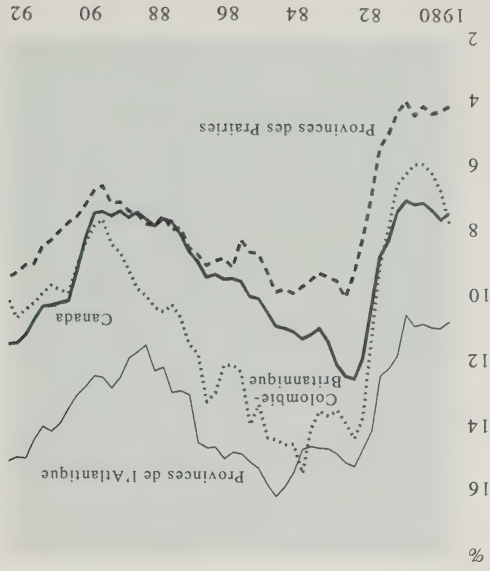
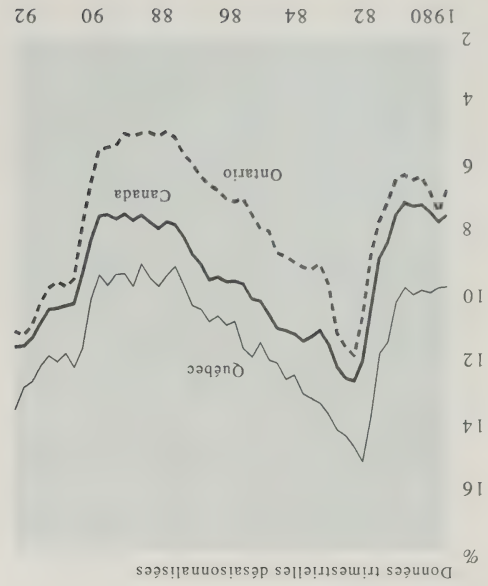
Emploi



mondiaux des métaux et des pâtes et papiers a également eu un effet négatif. Tant au Québec qu'en Ontario, la confiance des consommateurs est restée fragile, à cause des craintes suscitées par les pertes d'emploi. La construction non résidentielle a continué de diminuer en Ontario, reflétant le surplus d'immeubles commerciaux et les faibles taux d'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier. Néanmoins, l'essor marqué des exportations de produits manufacturés a eu un effet revigorant, surtout dans les industries qui fabriquent du matériel électrique, des articles en caoutchouc et en matières plastiques et des véhicules et pièces automobiles.

La conjoncture dans les provinces des Prairies a également été morose, mais on a pu relever un certain nombre de points forts. Tandis que les investissements dans le secteur énergétique accusaient un repli prononcé, la production d'énergie affichait une hausse

Taux de chômage



L'évolution régionale

En 1992, la conjoncture économique

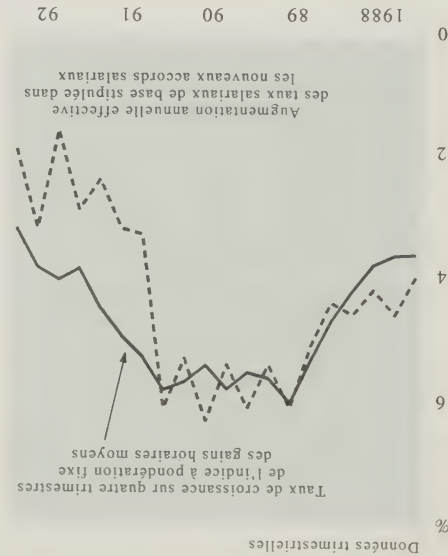
s'est améliorée dans l'ensemble du pays, mais le rythme de l'activité dans les différentes régions est resté inégal. Bien que ces disparités aient surtout reflété les conditions propres à chaque province, des facteurs plus généraux étaient également à l'œuvre. Par exemple, comme la restructuration était concentrée dans le secteur manufacturier, l'Ontario et le Québec s'en sont ressentis plus que le reste du pays. En revanche, ces deux provinces ont particulièrement bénéficié des répercussions favorables de la forte croissance des exportations de produits manufacturés. Par ailleurs, la dépréciation du dollar canadien a permis aux sociétés exportatrices de ressources naturelles d'augmenter leur rentabilité durant les derniers mois de l'année, surtout en Colombie-Britannique, au Nouveau-Brunswick, en Alberta et au Québec.

Dans les provinces de l'Atlantique, l'activité économique a été freinée par un certain nombre de facteurs locaux, dont le moratoire sur la pêche à la morue, le ralentissement des dépenses liées au projet Hibernia, la faiblesse des prix dans le secteur des pâtes et papiers, les licenciements dans le secteur minier et la baisse de la production de minerai de fer. Cependant, au cours du second semestre, le programme d'aide aux personnes touchées par le moratoire sur la pêche à la morue a contribué à soutenir les revenus, et les effets bénéfiques du renchérissement du bois d'œuvre ont commencé à se faire sentir. De plus, les revenus provenant de la pêche au homard ont nettement augmenté à la suite du relèvement des prix de ce crustacé.

Dans la région centrale du pays, l'activité

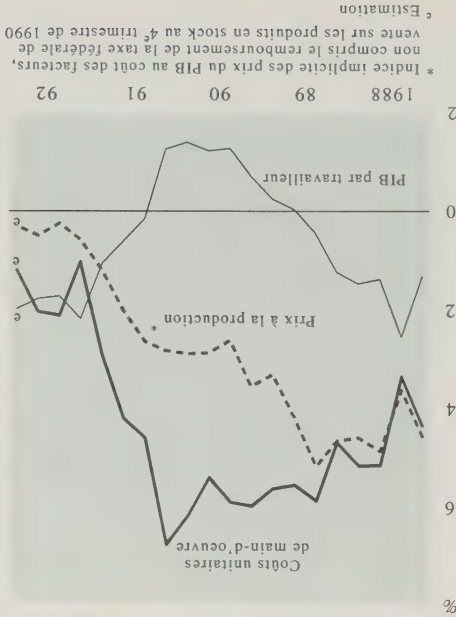
économique a été plutôt léthargique en 1992, bien qu'elle se soit quelque peu raffermie au cours de la seconde moitié de l'année. Au Québec, la faiblesse de la demande s'explique, entre autres, par l'extension de la taxe de vente provinciale aux services ainsi que par l'expiration à la fin de 1991 du programme du gouvernement provincial visant à stimuler la construction de logements, ce dernier facteur ayant vraisemblablement provoqué le devancement en 1991 de projets de construction ciment en 1992. La faiblesse des cours

Salaires et gains



Coûts unitaires de main-d'œuvre, prix à la production et productivité du travail

Taux de croissance sur quatre trimestres, données désaisonnalisées



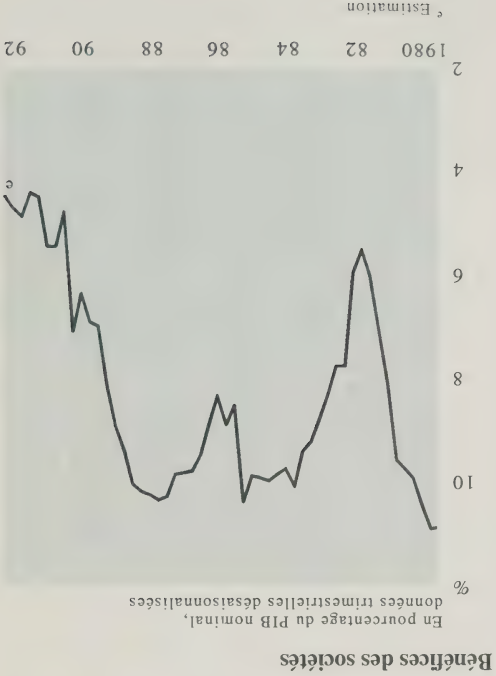
* Indice implicite des prix du PIB au coût des facteurs, non compris le remboursement de la taxe fédérale de vente sur les produits en stock au 4^e trimestre de 1990

Estimation

Indice des prix à la consommation



l'inflation tendancielle. Les hausses de salaires et de traitements ont été plus modérées en 1992; en effet, l'indice à pondération fixe des gains horaires moyens n'a progressé que de 3,7 % pour l'ensemble de l'année, contre 5,1 % en 1991. Les augmentations de salaires stipulées dans les conventions collectives, qui donnent une meilleure indication de l'évolution future des salaires, témoignent d'un important ajustement à la baisse des attentes relatives à l'inflation. Les accords conclus prévoyaient en moyenne des hausses salariales d'environ 2 % en 1992, ce qui permet de supposer que les mesures plus globales de l'accroissement des coûts devraient diminuer encore davantage en 1993. La décelération de la progression des salaires nominaux et la hausse marquée des gains de productivité résultant de la restructuration des entreprises ont entraîné un nouveau tassement des coûts unitaires de main-d'œuvre en 1992. Ces coûts ont néanmoins continué d'augmenter plus rapidement que les prix à la production. C'est pourquoi, malgré un service de la dette allégé, les sociétés n'ont réalisé que de très faibles bénéfices par comparaison aux moyennes passées.



s'est également reflétée dans le marché du travail, où l'emploi a enregistré, durant le second semestre, des augmentations légères mais régulières. Au même moment, la population active a recommencé à progresser, ce qui indiquait peut-être un regain d'optimisme à l'égard des perspectives d'emploi. Comme ces deux phénomènes ont eu tendance à se neutraliser, ce qui est souvent le cas dans les premières phases d'une reprise économique, le taux de chômage n'a guère varié.

Les prix et les coûts

L'activité économique ayant affiché un rythme de croissance modéré en 1992, une

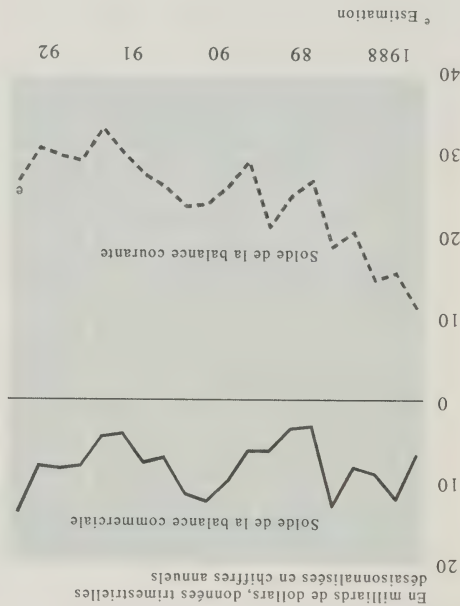
marge considérable de ressources inutilisées a subsisté sur les marchés des biens et du travail, et la décélération des prix et des coûts s'est poursuivie. Le taux tendanciel d'inflation, mesuré selon la hausse sur douze mois de l'indice des prix à la consommation hors les deux composantes volatiles que sont l'alimentation et l'énergie, est passé de 2,9 % en janvier à 2 % en décembre, touchant ainsi la limite inférieure de la fourchette visée pour la réduction de l'inflation. En 1993, l'inflation mesurée devrait dépasser temporairement sa tendance sous-jacente par suite de la dépréciation importante que le dollar canadien a subie en 1992. C'est d'ailleurs ce qu'indiquent les données récentes.

En 1992, les prix réglementés – notamment les taxes foncières, les prix de l'eau et de l'électricité, les tarifs des transports en commun ainsi que les frais de scolarité, dont les taux d'accroissement ont été relativement élevés – ont continué de croître plus rapidement que les prix non réglementés. L'écart entre le rythme d'augmentation des premiers et celui des seconds s'est creusé considérablement au cours des deux dernières années, au fur et à mesure que le taux tendanciel d'inflation fléchissait. Ce phénomène n'est certes pas nouveau, les prix réglementés s'adaptant en général plus lentement que les prix non réglementés aux changements des conditions de la demande globale. Mais il a été accentué par les mesures qu'ont adoptées divers niveaux de gouvernement pour accroître leurs recettes et certains services d'utilité publique pour améliorer leur rentabilité.

Les coûts, quant à eux, ont continué d'évoluer dans le sens d'une atténuation de

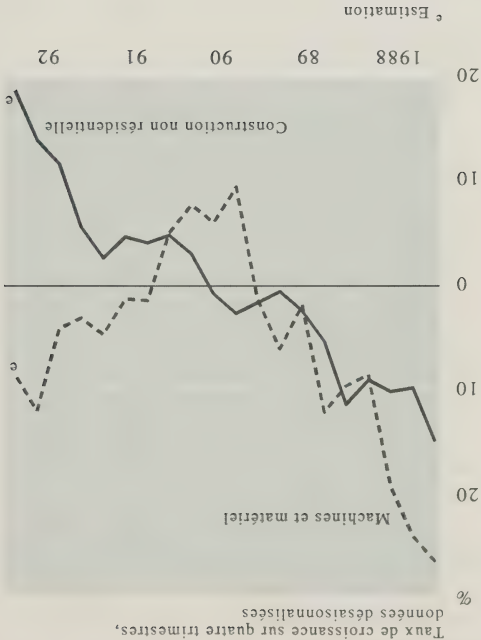
faciliter l'accès à la propriété, a été l'un des points positifs. Mais le facteur ayant insufflé le plus de vigueur à l'économie en 1992 a été les exportations, qui ont fortement augmenté à mesure que l'économie américaine se redressait et que la position concurrentielle du Canada s'améliorait. La croissance des exportations a été particulièrement vigoureuse dans le secteur manufacturier, soit le secteur ayant déployé les efforts de restructuration les plus soutenus et devant bénéficier le plus de la réforme fiscale et de la libéralisation du commerce.

Balance des paiements



Les importations ont également connu une forte croissance au cours de 1992, surtout celles de machines et de matériel. Cependant, vers la fin de l'année, la meilleure tenue des coûts au Canada et la dépréciation du dollar canadien ont commencé à freiner la dépense en biens de consommation importés. Grâce à l'action combinée de ce ralentissement et de la croissance des exportations, la balance commerciale a affiché un excédent plus important en 1992 que l'année précédente, réduisant ainsi le déficit de la balance courante. L'intensification de l'activité économique

Indicateurs des investissements fixes des entreprises, en dollars constants



Indicateurs de la demande des ménages, en dollars constants



canadiennes ont été contraintes de s'adapter à une concurrence mondiale de plus en plus forte, ce qui a donné lieu à un mouvement de restructuration généralisé. Elles ont ainsi accru leurs dépenses en matériel, adopté des procédés de production plus efficaces et géré plus rigoureusement leurs stocks, autant de mesures qui devraient permettre à l'économie canadienne de réaliser des gains avec le temps. De fait, certains signes ont montré au fil des mois que ces investissements avaient commencé à porter leurs fruits, à savoir un meilleur contrôle des coûts, une plus grande productivité et une meilleure tenue des exportations. Cependant, comme une restructuration signifie bien souvent dans un premier temps une production accrue des mises à pied et un transfert graduel des ressources vers les nouveaux secteurs ou les secteurs en expansion, de sorte que la progression du revenu et de la demande globale est demeurée modeste dans l'ensemble. De plus, les dépenses d'investissement supplémentaires n'ont en soi que relativement peu de répercussions immédiates sur l'activité économique au pays, étant donné que la plupart des biens d'équipement sont importés.

La lenteur de la reprise économique tient également au fait, non négligeable, que le consommateur canadien est demeuré prudent. Bien que l'augmentation des remboursements d'impôt et l'allègement du service de la dette des ménages aient stimulé la dépense en 1992, les efforts de restructuration faits par les entreprises ont créé de l'incertitude quant aux perspectives d'emploi, ce qui a déprimé la demande des consommateurs pendant toute l'année. Les ménages semblaient également avoir tendance, au début de 1992, à retarder leurs achats importants dans l'attente de nouvelles baisses des taux d'intérêt, et certains ont continué de limiter leurs dépenses en raison probablement de leur fort endettement. Enfin, les perturbations qui ont secoué les marchés financiers à l'automne ont entraîné le report de certaines dépenses prévues.

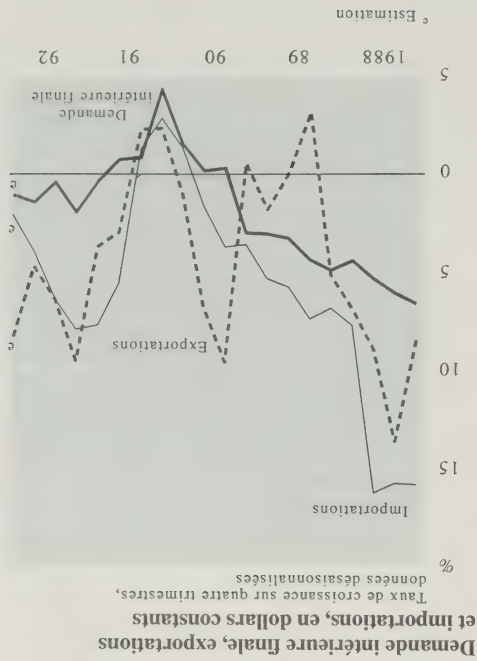
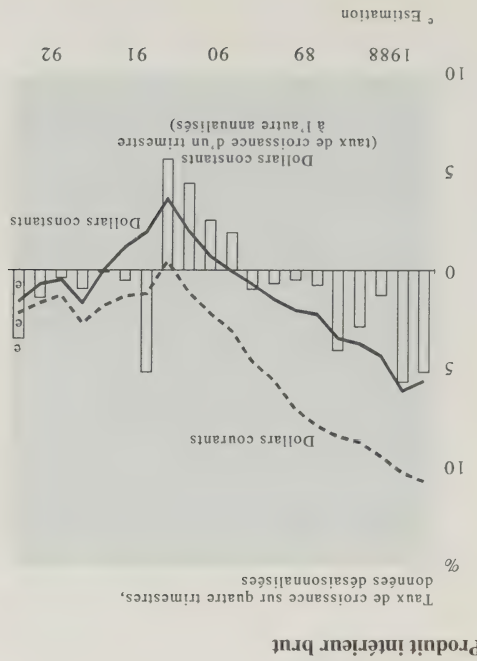
En dépit des divers facteurs défavorables énumérés, l'activité économique s'est intensifiée à mesure que l'année s'écoulait. La construction résidentielle, stimulée par le fait que les logements étaient plus abordables et par de nouvelles mesures gouvernementales destinées à

L'activité économique et l'inflation au pays

L'expansion de l'économie canadienne s'est poursuivie en 1992, pendant que le taux tendanciel d'inflation continuait de reculer. Le rythme de l'activité économique est toutefois demeuré modeste dans l'ensemble, un certain nombre de facteurs exerçant toujours une influence modératrice sur la progression de la demande intérieure. Il y a certes eu une reprise notable durant le second semestre, mais celle-ci s'est surtout manifestée dans certains secteurs et dans certaines régions. S'il est possible que l'inflation mesurée augmente temporairement au cours des prochains mois sous l'effet de la récente dépréciation du dollar canadien, tout porte à croire que le taux tendanciel d'inflation restera modéré.

La demande globale et la production

Même si l'économie a réagi plus fortement en 1992 à l'assouplissement des conditions monétaires qui s'était produit auparavant, la croissance de la demande globale est restée faible et le chômage s'est aggravé, particulièrement au cours de la première moitié de l'année. Divers facteurs ont entravé la reprise, notamment la surabondance persistante d'immobiliers commerciaux, la nécessité où se trouvaient toujours les différentes administrations de contenir leurs déficits budgétaires et la langueur de l'activité économique dans un certain nombre de pays. Mais le point le plus important à signaler à



Cours mondiaux du pétrole

Prix du baril en dollars E.-U., données mensuelles



en fin d'année et au début de 1993, car on s'attendait à un resserrement des conditions de l'offre durant la saison de la construction qui s'annonçait. Bien qu'à la suite d'une récolte exceptionnelle aux États-Unis les prix du blé se soient légèrement repliés en 1992 par rapport aux hauts niveaux atteints à la fin de 1991, ils ont été soutenus par l'accroissement de la demande provenant de la Chine et de l'ancienne URSS et par la pénurie de grains de bonne qualité. Les prix du pétrole brut en dollars E.-U. sont restés stables dans l'ensemble en 1992.

Indice des cours des produits de base calculé par la Banque du Canada



Prix des denrées et des matières industrielles



monétaires devenaient de moins en moins compatibles avec la situation économique d'un certain nombre de pays membres et que grandissait l'incertitude au sujet de l'avenir du Traité de Maastricht et du projet d'union monétaire et économique. Ces tensions se sont soldées par le retrait de la livre et de la lire du Mécanisme de change européen et par la suite dépréciées de plus de 15 % par rapport au mark. Trois autres pays membres du SME ont dû procéder à une dévaluation de leurs monnaies; par ailleurs, certains pays non membres, dont les monnaies étaient jusqu'à liées à celles du SME, ont décidé de les laisser flotter.

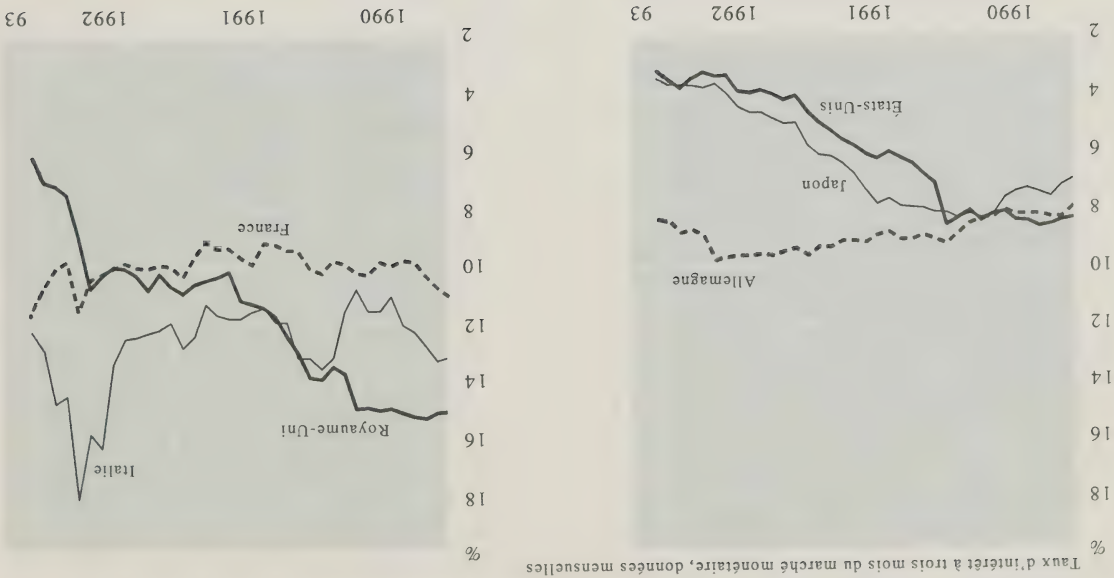
Au Royaume-Uni, les taux d'intérêt à court terme ont baissé de façon sensible après que la livre eut été retirée du SME, mais ils n'ont fléchi que modérément dans la plupart des autres pays membres, les conditions monétaires demeurant restrictives en Allemagne, où persistaient des pressions inflationnistes.

Les cours mondiaux des produits de base

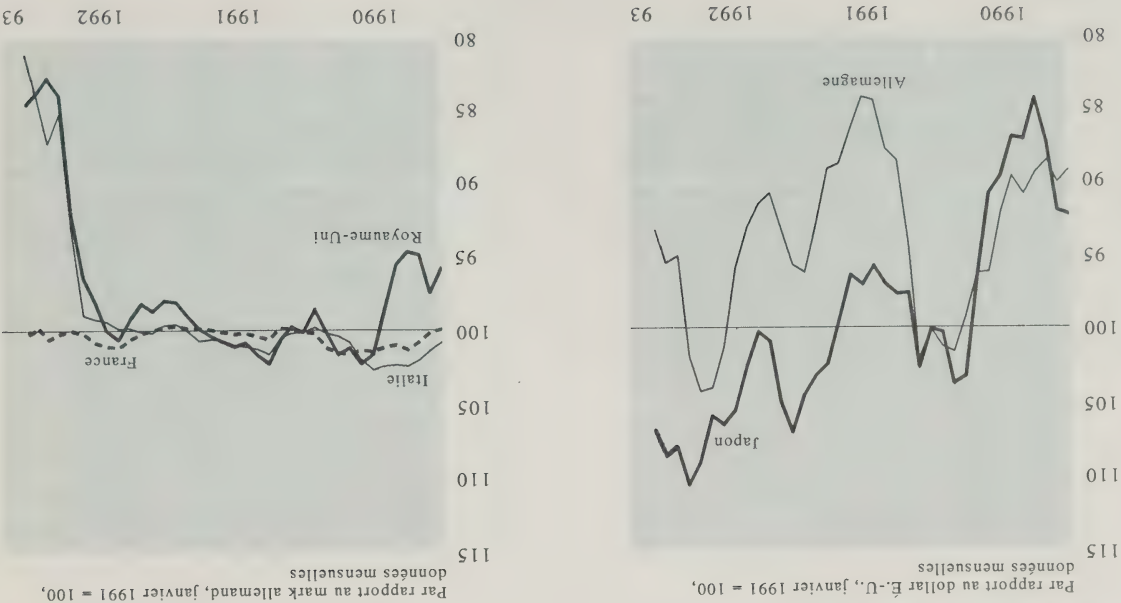
L'atonie de la demande mondiale, combinée à une augmentation des capacités de production, explique la faiblesse continue des cours de nombreux produits de base sur les marchés internationaux. Toutefois, en raison de la dépréciation de la monnaie canadienne, l'indice des cours des produits de base en dollars canadiens calculé par la Banque du Canada a progressé tout au long de l'année.

Après avoir atteint leur plus faible niveau en quatre ans, les prix des matières industrielles exprimés en dollars E.-U. se sont redressés au début de 1992. Les cours du bois d'œuvre ont augmenté en réaction aux attentes d'une reprise de la demande, au bas niveau des stocks et à une diminution de l'offre en provenance du nord-ouest des Etats-Unis. Un autre facteur positif a été le renchérissement graduel des métaux qui s'est produit au cours de la première moitié de l'année. Cette tendance s'est toutefois inversée au second semestre où, sous l'effet d'une augmentation des stocks, déjà considérables, et de l'apparition de signes de plus en plus manifestes d'un ralentissement de l'activité outre-mer, les prix des métaux sont tombés à leur plus bas niveau depuis 1987. En revanche, les prix du bois d'œuvre ont encore grimpé

Taux d'intérêt à court terme pratiqués dans quelques grands pays industriels



Quelques taux de change



des bilans dans le secteur financier semblent avoir émus l'incidence positive de l'assouplissement antérieur des conditions monétaires sur l'activité économique américaine. De même, les importants déficits des finances publiques ont réduit la marge de manœuvre des autorités américaines sur le front budgétaire. Toutefois, les dépenses de consommation sensibles aux taux d'intérêt ont amorcé une remontée ces derniers temps, et certains indicateurs financiers clés, tels que le ratio d'endettement des entreprises et celui des paiements d'intérêts des ménages au revenu disponible, font également état d'une amélioration. Si les prix à la consommation ont augmenté à peu près au même rythme qu'en 1991, le taux tendanciel d'inflation a continué, quant à lui, de s'orienter à la baisse.

L'évolution des balances courantes des grands pays industriels a été influencée en 1992 par les écarts entre les positions conjoncturelles de chacun d'entre eux. Les déficits et les excédents observés ont été cependant bien moins importants, en pourcentage du PNB ou du PIB, que ceux qui avaient été enregistrés au milieu

des dernières années.

En Allemagne en revanche, les pressions inflationnistes s'étant maintenues, les taux d'intérêt à court terme se sont généralement raffermis au cours de l'année, mais ils se sont légèrement repliés durant les derniers mois sous l'effet d'un fléchissement de l'activité économique dans ce pays. L'évolution divergente des taux d'intérêt pratiqués aux Etats-Unis et en Allemagne, conjuguée à l'incertitude politique et économique observée en Europe et dans l'ancienne URSS, a rendu les taux de change très volatils pendant toute l'année. Au troisième trimestre de 1992, le mark allemand a atteint son plus haut niveau de l'après-guerre par rapport au dollar E.-U., mais il a fortement fléchi par la suite lorsque il est devenu de plus en plus manifeste que la reprise économique aux Etats-Unis s'accélérait et que les marchés s'attendaient à de nouvelles baisses des taux d'intérêt allemands.

Les tensions se sont accentuées au sein du Système monétaire européen (SME) au cours de l'année, à mesure que les conditions

Les taux d'intérêt et les taux de change

La baisse des taux d'inflation et la persistance de capacités de production excédentaires ont permis un recul des taux d'intérêt dans la plupart des pays industriels en 1992. Aux Etats-Unis par exemple, les taux du papier commercial à court terme ont touché un creux voisin de 3 %. Les taux d'intérêt japonais sont également tombés à leurs plus bas niveaux des dernières années.

En Allemagne en revanche, les pressions inflationnistes s'étant maintenues, les taux

Balance courante
En pourcentage du PNB ou du PIB, données trimestrielles



Prix à la consommation



durables ont contribué à une forte contraction de la demande intérieure. Les mesures prises par le gouvernement japonais pour soutenir le système financier et stimuler l'activité économique n'ont pas encore pleinement fait sentir leurs effets ni réussi à inverser la tendance au ralentissement de la production.

Les économies allemande, française et italienne ont continué de croître dans les premiers mois de 1992, mais ont faibli vers la fin de l'année. L'économie allemande, stimulée jusqu'à ces derniers temps par l'augmentation des dépenses publiques liée à la réunification, s'est essouffée sous l'effet du resserrement des conditions monétaires commandé par la persistance des pressions inflationnistes. Le Royaume-Uni, que l'acuité particulière des pressions de la demande auxquelles il faisait face à la fin des années 80 avait contraint à adopter une politique restrictive avant ses partenaires européens, a connu un nouveau fléchissement de l'activité économique en 1992, encore qu'on ait observé des signes de redressement au second semestre. L'effet expansionniste qu'aurait pu avoir l'accroissement des dépenses publiques dans ce pays a été amplement contrebalancé par la contraction de la demande dans le secteur

privé, les ménages et les entreprises s'efforçant de restructurer leurs bilans et de réduire leurs hauts niveaux d'endettement.

Dans ce contexte, les pressions inflationnistes se sont atténuées durant toute l'année dans de nombreux pays d'outre-mer. C'est le Japon qui, en 1992, a enregistré le plus bas taux d'accroissement des prix à la consommation, mais l'inflation a aussi beaucoup diminué en France, en Italie et au Royaume-Uni. La seule exception notable à cet égard a été l'Allemagne, où le taux d'inflation est resté relativement élevé.

Aux États-Unis, contrairement à la situation dans les pays d'outre-mer, les signes de reprise se sont accumulés en 1992. En effet, la production s'est accrue plus rapidement au troisième et au quatrième trimestre, et le taux de croissance s'est établi juste au-dessus de 3 % en moyenne pour l'année. Cependant, en dépit d'un très net assouplissement des conditions monétaires, le redressement observé récemment a été plutôt lent par rapport à ce que l'on a connu par le passé.

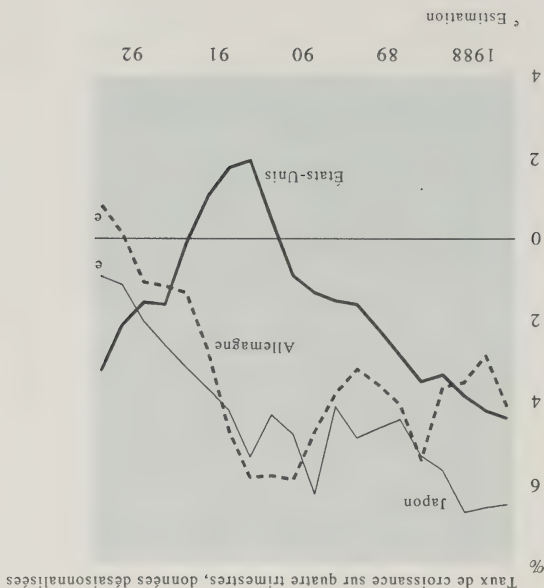
Le niveau élevé d'endettement des ménages et des entreprises, la surabondance d'immeubles commerciaux et l'assainissement

La conjoncture internationale

L'année 1992 a été marquée par un nouveau recul de l'inflation dans les grands pays industriels et par une évolution divergente de la croissance de la production entre les pays d'Amérique du Nord et les pays d'outre-mer. Alors que la reprise semblait se confirmer aux États-Unis, le principal partenaire commercial du Canada, l'activité économique s'est ralentie vers la fin de l'année dans les grands pays d'outre-mer. Par conséquent, les cours mondiaux des produits de base se sont maintenus près des creux cycliques enregistrés en 1991, ce qui explique en partie la faiblesse des termes de l'échange du Canada et la baisse du cours du dollar canadien.

Les marchés internationaux des capitaux et des changes ont connu une volatilité croissante au fil des mois, qui reflétait les écarts entre les

Production dans quelques grands pays industriels



positions conjoncturelles des principales économies industrielles ainsi que d'autres facteurs d'ordre politique et économique. Les tensions qui se sont produites au sein du système monétaire européen ont provoqué des variations spectaculaires des taux de change et des taux d'intérêt en Europe, lesquelles se sont répercutées sur les marchés financiers d'autres régions du monde et ont ainsi accentué l'incertitude et les pressions financières observées au Canada durant les derniers mois de l'année.

L'évolution économique

L'activité économique s'est ralentie dans les grands pays d'outre-mer en 1992, poursuivant ainsi une tendance amorcée en 1990. Au Japon, la dévalorisation des avoirs et la saturation du marché des biens de consommation

politique monétaire que d'un quelconque pouvoir sur l'évolution des taux par l'injection de liquidités dans l'économie. En fait, l'injection de liquidités peut avoir un effet entièrement opposé à celui qui est recherché, si elle suscite chez les agents économiques la crainte que la politique monétaire soit en passe de devenir inflationniste. Ces considérations s'appliquent avec tout autant de force au marché des changes. Autrement dit, la notion d'un «niveau naturel» pour le taux de change, niveau qui n'aurait en quelque sorte aucun lien avec les attentes des épargnants et des investisseurs ni avec ce que les politiques économiques cherchent à accomplir, n'a pas grand fondement dans la réalité. Cela ne signifie aucunement que la Banque n'est pas en mesure de faire contre-poids à l'agitation des marchés. Mais, et j'in-

siste encore sur ce point, elle ne peut le faire efficacement qu'en prenant des mesures qui indiquent clairement que l'objectif fondamental de la politique monétaire canadienne demeure la stabilité des prix. Une politique qui s'attache à cet objectif constitue le seul moyen sûr que nous avons de faire baisser les taux d'intérêt et de les maintenir à de bas niveaux. Elle apporte en outre un soutien indispensable au taux de change. De nouvelles fourchettes de variation des cours ont fini par s'établir sur les marchés et, après une certaine période de stabilité, les taux d'intérêt ont commencé à la fin de 1992 et au début de 1993 à redescendre des sommets atteints au cours de la période de turbulence qui est survenue à l'automne. Je ne saurais trop insister sur l'importance qu'a, pour le repli des taux, l'assurance que se poursuivront les progrès au chapitre de l'inflation.

prendre en considération ces répercussions – effectives ou potentielles – dans les mesures de

De plus, la Banque doit se préoccuper de la confiance du marché des changes, où un surcroît d'incertitude est susceptible d'entraîner des mouvements cumulatifs, soit, en quelque sorte, de faire boule de neige.

Ce sont là des considérations dont la Banque a tenu compte lorsqu'elle a fait face aux perturbations qui se sont produites sur les marchés monétaires et obligataires et sur les marchés des changes vers la fin de 1992. Ce qui importait alors, je tiens à le répéter, c'était que la Banque s'emploie à entretenir la confiance et la stabilité.

La première préoccupation de la Banque a été de réaffirmer que la politique monétaire continuait d'être vouée au maintien de la valeur de la monnaie au Canada. Les mesures qu'elle a prises avaient aussi pour but d'aider les marchés à se stabiliser et à bien fonctionner, dans des fourchettes de variation des cours où il y avait effectivement des acheteurs et des vendeurs.

Pour quiconque croit encore que la Banque du Canada peut faire évoluer les taux d'intérêt presque selon son bon vouloir, il peut sembler que celle-ci a agi arbitrairement de manière à faire grimper les taux d'intérêt à un moment où les marchés étaient très agités, ce qui aurait empêché le dollar canadien de s'établir à son «niveau naturel».

Or, une telle perception ne fait aucun cas du rôle déterminant que jouent les attentes des épargnants et des investisseurs lorsqu'ils décident de leurs placements et du taux de rendement qu'ils jugent acceptable. Pour que les investisseurs acceptent de détenir des créances en dollars canadiens, celles-ci doivent offrir un rendement qui réponde à leurs attentes, et cela est vrai qu'il s'agisse d'investisseurs étrangers ou canadiens.

La façon dont est perçue l'orientation probable de la politique monétaire est l'un des éléments les plus importants qui forment les attentes des agents économiques. Par conséquent, l'influence de la Banque du Canada sur les taux d'intérêt au pays émane d'avantage de l'assurance qu'elle peut donner aux épargnants et aux investisseurs de l'orientation fondamentalement anti-inflationniste de sa

l'incertitude entourant la situation future du Canada. Elles font ressortir une fois de plus que les marchés financiers – les marchés monétaires,

les marchés obligataires et les marchés des changes – réagissent et interagissent fortement en réponse aux perturbations qui influent sur les perspectives d'avenir. Les événements récents font également ressortir l'importance fondamentale qu'un climat de grande confiance

parmi les épargnants et les investisseurs revêt pour l'émergence de marchés financiers stables où les rendements restent bas. Il est donc tout naturel que la politique monétaire cherche à promouvoir et à préserver cette confiance.

L'affaiblissement qu'a connu le dollar canadien dans les derniers mois de 1992 tenait à plusieurs facteurs. En septembre, il s'est ressenti notamment des perturbations survenues sur les marchés des changes européens et de l'incertitude liée à la campagne référendaire au Canada. Puis, en novembre, il a connu un second accès de faiblesse lorsque les marchés ont prêté une attention accrue à la situation du Canada et que le dollar américain s'est affermi en général par rapport à la plupart des devises.

Le taux de change suscite beaucoup d'intérêt. Des opinions bien arrêtées, provenant de sources variées, sont fréquemment exprimées au sujet du dollar canadien et du profil d'évolution que celui-ci devrait ou ne devrait pas suivre. Il paraît donc indiqué de revoir la place qu'occupe le taux de change dans le contexte

général de la politique monétaire canadienne. Comme je l'ai fait remarquer précédemment, la politique monétaire est à juste titre axée sur la réalisation et le maintien de la stabilité monétaire, c'est-à-dire la stabilité des prix intérieurs. J'ajouterais ici que, compte tenu de cet objectif fondamentalement, la Banque n'a pas de cible en matière de taux de change.

Cependant, le fait que le Canada dispose d'un régime de taux de change flexible plutôt que fixe ne signifie nullement que, dans la conduite de sa politique monétaire, la Banque du Canada soit ou doive être indifférente au comportement du taux de change et aux effets qu'il a sur l'ensemble des conditions monétaires. Le taux de change est un prix important dans l'économie et il a des répercussions sensibles sur la demande, la production et l'inflation. La Banque du Canada doit donc de toute évidence

service de leur dette, a également atténué les

pressions qui se faisaient sentir sur la situation

financière de ces derniers. De même, grâce à la baisse des taux hypothécaires et des prix des maisons, l'accès à la propriété est

maintenant plus aisé qu'elle ne l'a été pendant des années.

Le fardeau de l'endettement a pesé lourdement sur tous les niveaux de gouvernement. L'accroissement de la dette est le

résultat d'une longue succession d'importants déficits budgétaires, les gouvernements n'ayant pas limité aux périodes de faible croissance des

revenus le recours à de tels déficits ni réduit ceux-ci de façon suffisante lorsque leurs revenus étaient à la hausse. Cet état de choses a

sérieusement restreint la capacité des gouvernements de faire face aux imprévus, par exemple les pressions engendrées par la dernière

récession et la lente reprise qui a suivi. Le problème de la dette n'est pas facile à résoudre.

Il est donc encourageant de constater qu'une approche plus rigoureuse dans la gestion des finances publiques s'est davantage répandue. Il faut toutefois que cela se poursuive pour que le

Canada puisse dégager le surplus d'épargne nécessaire pour financer adéquatement les investissements qui devront être effectués dans les années à venir.

L'économie canadienne a traversé une période difficile, et un grand nombre de défis restent à relever. Néanmoins, grâce aux améliorations fondamentales découlant de la

baisse de l'inflation, comme le repli des taux d'intérêt, la maîtrise des coûts et l'augmentation de la croissance de la productivité, nous sommes

nettement plus à même de réaliser de nouveaux progrès. Grâce aux efforts de restructuration déployés par les entreprises canadiennes afin

de tirer parti de la situation et de devenir plus concurrentielles ainsi qu'au raffermissement de la relance aux États-Unis, nous sommes très bien

placés pour réaliser des gains économiques importants.

Comme l'indique une autre section du présent rapport, le comportement des agrégats

monétaires est également de bon augure pour l'évolution de l'activité économique. L'accélération de la progression des agrégats

monétaires au sens étroit et le rythme de croissance modéré des agrégats au sens

large sont en effet compatibles avec un raffermissement de la reprise et l'obtention de bons résultats au chapitre de l'inflation.

Les taux d'intérêt et le taux de change

Au cours des huit premiers mois de 1992, la tendance à la baisse des taux d'intérêt s'est poursuivie au Canada. Ainsi, début septembre,

les taux d'intérêt à court terme étaient tombés sous les 5 %, soit leur plus bas niveau depuis le début des années 70, et les taux à long terme se situaient sous les 8 %, c'est-à-dire seulement un

demi-point de pourcentage environ au-dessus de leurs pendants américains.

Les mesures de politique monétaire prises par la Banque au cours de cette période ont visé à encourager la poursuite du repli des

taux d'intérêt, à mesure que grandissait la confiance chez les épargnants et les investisseurs. Lors de ses interventions, la Banque

a généralement cherché à amortir la chute des taux à court terme. À l'occasion, elle a dû

prévenir des baisses trop rapides attribuables à un excès d'enthousiasme sur le marché

monétaire de gros, lesquelles risquaient de provoquer une remontée abrupte des taux une fois l'enthousiasme tombé.

Du point de vue de la Banque, les taux d'intérêt avaient davantage de chances de se

maintenir à de bas niveaux à moyen terme si la baisse s'opérait de façon régulière plutôt que

par à-coups. Des baisses régulières étaient plus susceptibles d'être acceptées par les épargnants et les investisseurs, étant donné que l'idée qu'ils

se faisaient d'un taux de rendement adéquat s'ajustait progressivement à mesure qu'ils

menaient la confiance à l'égard de la valeur future de la monnaie.

Toutefois, durant les derniers mois de l'année, les taux à court terme sont

devenus très volatils et sont généralement montés à des niveaux plus élevés. Cela traduisait dans

une large mesure les tensions que la baisse du cours du dollar canadien avait engendrées sur les

marchés financiers internationaux. Cette évolution des marchés financiers est décrite en détail

dans une autre section du présent rapport. Ce que je désire souligner ici, c'est que de telles

fluctuations des taux d'intérêt, bien qu'elles aient été d'une ampleur peu commune, n'ont,

somme toute, rien d'étonnant lorsque s'accroissent

affiché une nette tendance à la baisse dans les pays d'outre-mer – exception faite des pays de l'Asie du Sud-Est – qui sont des débouchés importants pour les exportations canadiennes, soit certains pays d'Europe et le Japon. Contrairement à ce qu'on pouvait constater généralement, ces contraintes de nature financière s'étaient, semble-t-il, suffisamment amoindries pour que la demande puisse connaître une expansion plus vigoureuse.

Il est certes décevant mais guère étonnant que l'économie canadienne n'ait réussi que lentement à se remettre des suites de la phase d'inflation, de spéculation et d'endettement qu'elle avait traversée. Mais l'ampleur du défi qu'a représenté pour les entreprises canadiennes la concurrence sur un marché de plus en plus intégré à l'échelle mondiale était moins prévisible. Dans bon nombre de cas, une restructuration difficile des activités s'est imposée.

Le recul de l'inflation et l'amélioration qui en a résulté au Canada au chapitre des taux d'intérêt ces deux dernières années sont venus faciliter l'ajustement financier et économique auquel les entreprises devaient s'astreindre. Celles-ci ont ainsi bénéficié de taux d'intérêt plus bas lorsqu'elles ont restructuré leurs bilans et leurs activités en vue de se préparer à affronter un marché devenu mondial. Il convient d'ailleurs de noter à cet égard que les investissements en machines et en matériel sont demeurés élevés, l'accroissement de la productivité et le meilleur contrôle des coûts qu'a permis une conjoncture nettement moins inflationniste se sont traduits par des hausses plus modérées des coûts unitaires de main-d'œuvre, et des gains substantiels ont été réalisés sur le plan des exportations, surtout celles de biens manufacturés.

La baisse des taux d'intérêt, en réduisant la part de revenu que les ménages affectent au

juste au-dessus de la limite inférieure de la fourchette visée. La dépréciation qu'a connue le dollar canadien ces derniers mois a commencé à se répercuter sur les prix, comme en témoignent les plus récentes statistiques, mais elle ne s'est pas encore fait pleinement sentir. Elle pourrait donner lieu à une remontée temporaire de l'inflation au cours des prochains mois. Mais les effets de la baisse du taux de change ne doivent pas nous faire perdre de vue le fait, fondamentalement positif, que nous avons obtenu de meilleurs résultats que prévu dans la lutte contre l'inflation. À mesure que de nouvelles améliorations des attentes et des comportements à l'égard de l'inflation viendront renforcer les progrès accomplis jusqu'à maintenant, les taux d'intérêt auront tendance à s'établir à des niveaux plus bas qu'il n'aurait été possible autrement.

La prochaine cible visée sur la trajectoire de réduction de l'inflation annoncée il y a deux ans est une fourchette de 1 ½ à 3 ½ % arrêtée pour le milieu de 1994. À en juger par la tendance fondamentale de l'inflation, on semble se diriger vers un taux qui se situerait dans la partie inférieure de cette fourchette. Pour que les résultats positifs obtenus sur le front de l'inflation se traduisent par une amélioration du climat financier et, par conséquent, de nos perspectives économiques, la politique monétaire doit constamment donner l'assurance qu'elle sera orientée de manière à préserver les progrès réalisés dans la voie de la stabilité des prix. Les mesures que prendra la Banque du Canada viseront à donner cette assurance.

L'évolution économique

Comme en fait état de façon plus détaillée la section suivante du présent rapport, la reprise de l'activité économique qui s'est amorcée au printemps de 1991 s'est poursuivie tout au long de 1992. Cependant, les taux d'accroissement de l'activité enregistrés au cours des sept premières trimestres de la reprise ont été bien inférieurs aux taux habituellement observés lors des cycles économiques précédents.

L'atonie de l'activité est en partie imputable à des facteurs extérieurs. Depuis le début de la reprise, les cours des matières premières sont restés faibles, et les résultats économiques ont été intégraux à l'échelle inter-

consommation étaient en partie attribuables à des facteurs dont les effets pouvaient être considérés comme passagers, à savoir l'entrée en vigueur de la taxe sur les produits et services, les augmentations d'autres impôts indirects et la flambée des cours du pétrole qui a suivi l'invasion du Koweït. Toutefois, le taux d'inflation, même corrigé de l'incidence de ces facteurs particuliers, demeurerait assez élevé, et les pressions qui se faisaient sentir sur les coûts intérieurs étaient fortes. Dans ce contexte, il était naturel de se demander si les pressions supplémentaires qui s'exerçaient alors sur les prix seraient effectivement passagères ou si elles n'allaient pas plutôt se répercuter sur les salaires et donner lieu à de nouvelles hausses de prix. De toute évidence, ce dernier scénario n'aurait fait qu'attiser la poussée inflationniste. Ce sont là les circonstances dans lesquelles on a jugé que l'établissement d'une trajectoire explicite pour la réduction de l'inflation pouvait servir à étayer la détermination fondamentale des autorités monétaires à restaurer la stabilité des prix.

Il n'est pas facile de déterminer dans quelle mesure les cibles de réduction de l'inflation ont en elles-mêmes contribué à ralentir l'inflation. Quoi qu'il en soit, il semble effectivement qu'à la fin de 1991 une amélioration marquée et fort heureuse des comportements à l'égard de l'inflation s'était produite. Les entreprises et les ménages canadiens s'étaient de plus en plus rendu compte que des changements réellement positifs étaient en train de s'opérer sur le front de l'inflation, et ils avaient commencé à agir en conséquence.

Le ralentissement de la hausse des prix et des salaires qui s'est opéré tout au long de 1991 s'est confirmé en 1992. Le taux tendanciel d'augmentation des prix a baissé progressivement au cours de la majeure partie de 1992 et, à la faveur de la croissance plus rapide de la productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont enregistré leur plus faible taux d'accroissement depuis des années.

Le programme de réduction de l'inflation annoncé au début de 1991 visait pour la fin de 1992 un taux d'augmentation des prix à la consommation s'établissant entre 2 et 4 %. De fait, en décembre 1992, l'indice des prix à la consommation dépassait de 2,1 % le niveau atteint un an auparavant; ce taux se situe tout

conséquence inévitable, fâcheuse peut-être, de toute relance de l'activité. Ils sont d'avis que le taux d'inflation ne peut rester bas que lorsque l'activité économique est déprimée, et qu'il remonte forcément lorsque l'économie commence à se relever d'une période de faiblesse cyclique.

Cependant, comme on a pu le constater à l'étranger et par le passé au Canada, l'économie est parfaitement en mesure de soutenir une croissance de la production sans que cela ne s'accompagne de pressions inflationnistes. Ce n'est que si l'on permet une surchauffe de l'appareil de production que l'on compromet les progrès dans la lutte contre l'inflation. Par ailleurs, plus les gens s'habituent à de bas taux d'inflation, à la faveur bien entendu d'une politique monétaire résolument anti-inflationniste, plus ils sont convaincus qu'il n'y aura pas de résurgence de l'inflation. Il s'ensuit que, dans tous les compartiments de l'économie, les agents se soucient moins de la menace que constitue l'inflation au moment de prendre leurs décisions, de sorte que celles-ci sont moins susceptibles d'alimenter le processus inflationniste.

L'expérience que nous avons vécue au début des années 80 est instructive à cet égard. Après que le taux d'inflation, qui dépassait les 10 %, eut accusé une forte baisse, l'activité économique et les profits des entreprises ont pu s'accroître assez rapidement sans que les pressions inflationnistes ne s'accroissent. Ce n'est que vers la fin des années 80, lorsque la dépense s'est mise à excéder la capacité de production de l'économie, que de telles pressions ont commencé à se faire sentir.

Les progrès vers la stabilité des prix

Afin de donner aux Canadiens une idée plus précise de l'orientation à la baisse qui allait être imprimée au taux d'inflation dans la recherche de la stabilité des prix, des cibles de réduction de l'inflation ont été annoncées en février 1991. Je pense que ces cibles ont contribué à souligner et à réaffirmer l'engagement des autorités monétaires à l'égard de la stabilité des prix.

Le taux d'inflation était très élevé au moment de la publication des cibles. Certaines pressions que subissaient alors les prix à la

Avant d'examiner l'évolution de l'inflation, de la situation économique et de la politique monétaire au cours de l'année qui vient de s'écouler, j'aimerais donner, en guise d'introduction à mes observations, un bref aperçu de la contribution que la politique monétaire et la stabilité des prix sont en mesure d'apporter à la bonne tenue de l'économie.

La politique monétaire, la stabilité des prix et la tenue de l'économie

Les politiques économiques mises en œuvre par les pouvoirs publics au Canada visent à bâtir une économie vigoureuse. La contribution la plus concrète de la politique monétaire à la réalisation de cet objectif est de veiller à ce que les Canadiens disposent d'une monnaie fiable, c'est-à-dire à ce que la monnaie qu'ils utilisent dans leurs opérations économiques conserve sa valeur. Voilà pourquoi la Banque du Canada axe sa politique monétaire sur la réalisation et le maintien de la stabilité des prix.

Mais quels avantages procure donc une monnaie fiable? Elle permet aux investisseurs et aux épargnants d'élaborer leurs projets avec plus d'assurance. Dans un climat de stabilité monétaire, les décisions en matière de production et de prix sont plus judicieuses, et les investissements ne subissent plus les distorsions liées à la combinaison permicieuse de l'inflation et de la structure des impôts. Les épargnants ne cherchent plus à obtenir les taux d'intérêt élevés qu'ils exigent en guise d'indemnisation lorsqu'ils ignorent, comme cela est inévitable en période d'inflation, quel taux d'inflation sera toléré à l'avenir. Bref, les décisions relatives à l'épargne, à l'investissement et à la production sont systématiquement meilleures dans une économie où la politique monétaire est vouée au maintien de la confiance en la monnaie. Et l'économie n'en fonctionnera que mieux.

Il y a de nombreux aspects de l'économie qui n'entrent pas dans le champ d'action de la politique monétaire, autrement dit, qui échappent à l'influence que la Banque du Canada peut exercer au moyen de son ascendant sur le rythme de l'expansion monétaire au pays. On aurait donc tort de soutenir que la mise en œuvre de politiques axées sur le maintien de la valeur de la monnaie constitue une panacée. Il vaut néanmoins beaucoup mieux mettre en œuvre de telles politiques que de cautionner et, par conséquent, d'alimenter un climat d'inflation chronique. La compréhension que nous avons des rouages fondamentaux de l'économie nous montre pourquoi il en est ainsi, et les enseignements que nous pouvons tirer des dernières décennies le confirment. En effet, l'inflation, avec les attentes et les préoccupations qu'elle engendre, n'a pas réussi à améliorer le fonctionnement de l'économie, mais au contraire elle lui a nuí.

Il subsiste malgré tout la perception que, pour favoriser une expansion de l'économie canadienne plus rapide que celle qui a été enregistrée ces derniers trimestres, une augmentation de l'inflation s'impose. Cette conviction s'appuie en partie sur le point de vue selon lequel l'inflation serait nécessaire pour stimuler la croissance économique. Or, ce point de vue part du curieux principe voulant que l'on peut toujours faire croire aux gens que les hausses de prix et de salaires de nature inflationniste améliorent leur sort. Autrement dit, qu'ils sont incapables de tirer des leçons de leur expérience. Toutefois, comme je l'ai déjà fait remarquer, plutôt que de stimuler la croissance économique, l'entrainement de l'inflation entrave la capacité de l'économie d'entretenir la croissance.

D'autres considèrent apparemment l'inflation non pas comme un facteur de stimulation économique, mais plutôt comme la

BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR - 1992

OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL	7
ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	
La conjoncture internationale	13
L'activité économique et l'inflation au pays	19
L'évolution monétaire et financière au pays	26
ACTIVITÉS DE LA BANQUE DU CANADA	35
ÉTATS FINANCIERS	43
CONSEIL D'ADMINISTRATION	53
PRINCIPAUX CADRES	55
REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES	57

Bank of Canada • Banque du Canada

John W. Crow

Gouverneur • Gouverneur

Ottawa K1A 0G9

le 26 février 1993

L'honorable Donald F. Mazankowski, C.P.

Ministre des Finances

O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de la Loi

sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur de vous

remettre mon rapport pour l'année 1992 ainsi

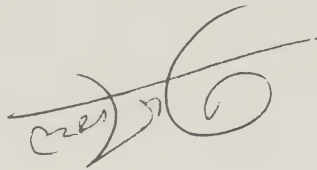
qu'un état des comptes de la Banque pour l'exercice

clos le 31 décembre dernier, signé et certifié de

la façon prescrite par nos statuts.

Veillez agréer, Monsieur le Ministre,

l'expression de mes sentiments distingués.



Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

Banque du Canada

Rapport annuel du gouverneur
au ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année
1992

Banque du Canada

Rapport annuel du gouverneur
au ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année

1992

6216
1216 001

3 1761 11466929 4

